东兴证券 DONGXING SECURITIES

中国太保（601601）：GDR靴子落地，转型深蹲起跳破局在即

2020 年 06 月 22 日

推荐/维持

中国太保 | 深度报告

转型“两步走”推动太保寿险步入价值新时代。公司转型 1.0 践行“大个险战略”，及时调整渠道结构为转型 2.0 打下坚实基础。转型 2.0 侧重优化业务结构，通过淡化开门红、考核中规模价值并重等举措推动业务重心转向高价值保障型险种，进而推动 NBVM 稳步提升。同时，公司深化“以客户为中心”的服务体系，聚焦差异化、精细化服务，并依托康养生态圈建设延伸价值链条。此外，价值转型离不开代理人队伍赋能，在“做大核心人力、做强顶尖绩优、建设新生代队伍”战略指引下，太保寿险着重提升代理人产能及核心代理人留存率，2019 年公司增员虽短暂受阻，但代理人转型进入发力期，队伍质素提升支撑公司价值转型的顺利实施。

产险走向多元化，农险成为新兴增长极。在汽车销量长期低迷、数轮商车费改引发行业震荡叠加严监管之下，太保产险的传统支柱车险业务持续承压，倒逼产险加快多元化发展，非车险保费占比连年上升。在诸多非车业务中，自并表安信农险以来，公司在农险领域持续发力，近四年农险保费增速保持在 40%以上，已成为太保产险中仅次于车险的第二大业务品种，堪称非车领域当之无愧的新兴增长极。我们认为，随着商业化程度不断提升，农险保费规模有望再上新台阶，和其他险种的协同效应也将持续增强，预计未来农险将成为太保产险板块重要利润贡献点。

坚持价值投资，低利率环境中寻求新机会。太保投资端风格稳健，在投资资产规模持续提升的基础上长期保持较同业更为稳定的投资收益率，其主要归因于公司高于同业的固收类投资占比（太保是唯一固收类资产占比长期高于80%的上市险企）。近年来受长端利率下行影响，公司主动求变，减少债券配置比例，将投资重心向高信用等级长久期非标投资及权益类资产倾斜，以对冲固收资产再配置风险。预计随着 IFRS9 的实施，太保将更倾向于增配高分红、低价格波动的权益类资产，在进一步降低净利润波动的同时实现公司价值的稳健提升。

疫情之下，太保全业务链金融科技赋能料将提速。转型 2.0 阶段，公司将金融科技应用于销售支持、理赔及核保等业务全流程中，力争最优化客户体验，目前已取得多项突破。疫情期间，代理人线下展业，各渠道业务推进和理赔核保等后端业务均受到重大影响。公司做出快速调整，依靠“医生月卡”和智能化理赔平台等线上化服务链条为业务正常开展保驾护航。我们认为，此次突发疫情令公司运用大数据平台开展增员、培训、展业及延伸服务等智能体系建设的进程大幅提速，料将全方位助推主业二次腾飞。

GDR 发行完成，“利空”即将出尽助力估值复苏。除年初以来负债端、投资端遭疫情和市场“双杀”外，GDR 发行也对公司估值产生一定负面影响，致使股价长期跑输板块。我们认为，和彼时华泰证券发行 GDR 情况不同，公司当前 A 股已属低估，从 GDR 发行价格看亦不存在无风险套利机会。因此在 GDR 发行完成后，压制公司股价的“利空”或将出尽，配合疫情对负债投

公司简介：

公司是在 1991 年 5 月 13 日成立的中国太平洋保险公司的基础上组建而成的保险集团公司，总部设在上海，是国内领先的“A+H”股上市综合性保险集团。公司专注保险主业，围绕保险主业链条不断丰富经营范围，目前已经实现了寿险、产险、养老险、健康险、农险和资产管理的全保险牌照布局，各业务板块正在实现共享发展；关注客户需求，推动实施以客户需求为导向的战略转型，“以客户需求为导向”的价值观和方法论已经内化成公司的生命基因；聚焦价值增长：寿险业务追求高质量的新业务价值增长，产险业务坚持承保盈利，资产管理业务实现投资收益持续超越负债成本。

交易数据

52 周股价区间（元）	27.82-35.14
总市值（亿元）	2521.05
流通市值（亿元）	1748.96
总股本/流通 A 股（万股）	906200/628670
流通 B 股/H 股（万股）	/277530
52 周日均换手率	0.36

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘嘉玮

010-66554043 liujw_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519050001

资两端的影响逐步消褪，公司股价有望快速回归上行通道。

盈利预测及投资建议：年初新冠疫情黑天鹅爆发对太保价值创造产生较大负面影响，然而转型 2.0 即将进入发力期，业务结构优化、代理人质态升级叠加疫情过后或将出现的保费收入报复性反弹均对公司未来盈利状况与估值提供有力支撑，短期反复不改长期趋势，我们坚定看好公司的发展前景。预计 2020 年至 2022 年中国太保归母净利润分别为 295.59 亿元、357.14 亿元和 395.89 亿元；集团内含价值分别为 4636.08 亿元、5456.53 亿元和 6428.10 亿元。当前股价对应 2020 年 EVPS 仅 0.58 倍，中长期配置价值凸显，维持“推荐”评级，6 个月目标价 36.38 元，对应 0.75 倍 2020 年 EVPS。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	3543.6	3854.9	4177.5	4755.5	5292.3
增长率（%）	10.80%	8.78%	8.37%	13.84%	11.29%
净利润（亿元）	180.2	277.40	295.60	357.10	395.90
增长率（%）	22.90%	53.94%	6.56%	20.81%	10.87%
净资产收益率（%）	12.55%	16.91%	16.11%	17.76%	17.31%
每股收益(元)	1.99	3.06	3.09	3.73	4.13
PE	12.79	8.31	7.80	6.45	5.82
PB	1.61	1.41	1.26	1.15	1.01

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 中国太保：稳健成长的综合保险集团 6
2. 太保寿险：深蹲起跳，苦练内功 8
2.1 转型 1.0：守先待后，集团转型第一步 8
2.1.1 “大个险”战略成效显著 8
2.1.2 聚焦期交，未雨绸缪 8
2.2 转型 2.0：持戈试马，扬帆起航 10
2.2.1 转型 1.0 遭遇瓶颈 10
2.2.2 瓶颈之下，规模增长受阻但价值提升活力仍存 10
2.2.3 价值转型：探索价值增长新动能 13
2.2.4 高水平人力队伍建设：价值转型的根本动力 20
2.2.5 科技赋能——全方位助推寿险主业二次腾飞 22
3. “后车险时代”来临，太保产险奔向多元化发展 24
3.1 车险风光不再，太保积极布局产险改革 26
3.2 车险费改持续推进，行业龙头先享改革红利 27
3.3 非车险占比快速上升，农险喜迎政策春风 29
3.3.1 农险业务：非车领域的重要增长极 30
3.3.2 责任险业务：法律意识增强推升需求 32
3.3.3 企财险业务：步入正轨，盈利通道打开 33
3.3.4 保证险业务：政策收紧，发展不确定性增大 34
4. 投资组合：坚持价值投资，行稳致远 35
4.1 投资资产规模稳步提升 35
4.2 投资收益率较同业更为稳定 36
4.3 低利率时代，投资组合在低风险模式下寻找新机会 39
4.4 未来展望：持续看好未来太保投资端表现 41
5. GDR 发行或将是利空出尽的信号 42
6. 盈利预测与估值 45
6.1 寿险板块——PEV 估值 45
6.2 产险及其他板块——PB 估值 47
6.3 估值汇总 48
7. 风险提示 48
相关报告汇总 50

表格目录

表 1：近年太保主打健康险对比 15
表 2：上市险企 2020 年开门红主打产品对比 16
表 3：太保保证险经营情况 35
表 4：太保 2019 年非标资产情况 40

表 5：太保投资资产组合预测（2017-2022E）.....42
表 6：中国太保 GDR 发行重要事件.....43
表 7：华泰证券发行 GDR 全流程与申万证券 II 指数及上证 50 指数相对涨跌幅.....43
表 8：中国太保和保险指数及各上市险企相对收益（2019/09/23-2020/06/19，%）.....44
表 9：太保寿险 NBV 预测（2018A-2022E，百万元、%）.....45
表 10：太保寿险业务内含价值预测（2018A-2022E，百万元、%）.....45
表 11：太保产险及其他版块估值.....47
表 12：中国太保估值情况汇总.....48

插图目录

图 1：中国太保营业收入构成（2011A-2019A，百万元、%）.....6
图 2：中国太保归母净利润构成及增速（2011A-2019A，百万元、%）.....7
图 3：产、寿险市场份额（2011A-2019A）.....7
图 4：代理人渠道业务收入及占比（2011A-2019A，百万元、%）.....8
图 5：新保期交业务收入、增速及占比（2012A-2019A，百万元、%）.....9
图 6：四家上市寿险新保期交占比（2011A-2019A）.....9
图 7：续期业务收入、增速和占比（2012A-2019A，百万元、%）.....9
图 8：太保寿险业务收入行业比较（2011A-2019A，百万元、%）.....9
图 9：新业务首年年化保费（2015A-2019A，百万元、%）.....10
图 10：寿险新业务价值及增速（2013A-2019A，百万元、%）.....10
图 11：新业务首年年化保费构成（2015A-2019A，百万元、%）.....11
图 12：分险种 NBVM（2015A-2019A）.....11
图 13：太保寿险内含价值及增速比较（2012A-2019A，百万元、%）.....12
图 14：太保寿险内含价值营运利润构成（2011A-2019A，百万元、%）.....12
图 15：A 股四大寿险公司一年新业务价值占内含价值营运利润比例（2017A-2019A）.....12
图 16：上市险企寿险 ROEV（2011A-2019A）.....13
图 17：太保寿险险种结构（2015A-2019A，百万元、%）.....14
图 18：传统险构成（2015A-2019A，百万元、%）.....14
图 19：太保寿险客均重疾保额（2016A-2019A，万元、%）.....16
图 20：“保险+健康”和“保险+养老”生态圈.....17
图 21：全旅程健康体验.....18
图 22：太保养老事业布局.....18
图 23：13 个月保单继续率（2011A-2019A）.....19
图 24：25 个月保单继续率（2011A-2019A）.....19
图 25：上市同业退保率（2011A-2019A）.....20
图 26：太保寿险代理人数量及增速（2012A-2019A，千人、%）.....21
图 27：代理人月均首年佣金收入及增速（2017A-2019A，元、%）.....21
图 28：太保寿险人力结构（2017A-2019A，万人、%）.....21
图 29：智能化销售支持.....22

图 30：创新核保服务形式 23
图 31：创新理赔服务模式 23
图 32：高端科研能力建设 24
图 33：我国财产险、车险保费收入及增速（2010-2019） 25
图 34：我国财产险保费分布（2006-2019） 25
图 35：新冠疫情时期财产险细分险种保费结构（亿元） 26
图 36：太保产险保费结构（2014H-2019) 26
图 37：车险市场主要险企市占率情况 27
图 38：太保车险、产险综合成本率对比（2013H-2019） 27
图 39：太保车险保费收入及增速（2010-2019） 27
图 40：太保产险及车险业务综合费用率（2016H-2019） 28
图 41：太保产险及车险业务综合赔付率（2016H-2019） 28
图 42：太保产险旗下车险理赔服务子品牌“太好赔”主要服务 28
图 43：新冠疫情期间太保产险上线的部分服务 29
图 44：太保非车险保费收入及增速（2007-2019） 29
图 45：太保产险、车险和非车险综合成本率（2013H-2019） 30
图 46：太保农险经营情况（2015-2019） 30
图 47：太保产险 2019 年非车险业务保费收入占比情况 30
图 48：太保产险板块综合成本率（2016H-2019） 31
图 49：我国粮食产量年增加值（万吨） 31
图 50：太保责任险保费收入及增速（2014-2019） 32
图 51：太保责任险综合成本率（2014H-2019） 33
图 52：太保企财险承保利润和保费增速（2014-2019） 33
图 53：太保企财险、责任险和农险保费收入比较（2016-2019） 33
图 54：太保企财险综合成本率（2014H-2019） 34
图 55：我国保证险保费收入与业务增速情况（2000-2019） 34
图 56：2019 年产险行业非车险板块原保险保费收入占比 34
图 57：太保投资资产与保费总规模及增速对比（2015-2019） 36
图 58：上市险企总投资收益率（2014-2019） 37
图 59：上市险企净投资收益率（2014-2019） 37
图 60：我国主要上市险企总投资收益率与净投资收益率的差值（2014-2019） 38
图 61： 2017 年和 2018 年主要上市险企总投资收益率变化情况 38
图 62：固定收益类投资总额及占比（2014-2019） 39
图 63：上市险企固定收益类投资占比（2014-2019） 39
图 64：2019 年主要上市险企持有至到期固收资产配置情况 39
图 65：2019 年太保投资资产组合结构 39
图 66： 2019 年上市险企非标资产配置情况 41
图 67：上市险企“股票+债券型基金+权益型基金”投资占比（2014-2019） 41
图 68：太保投资收益率预测（2016-2022E） 41
图 69：华泰证券与伦交所上市证券公司 PB 比较（2019/06/20） 44

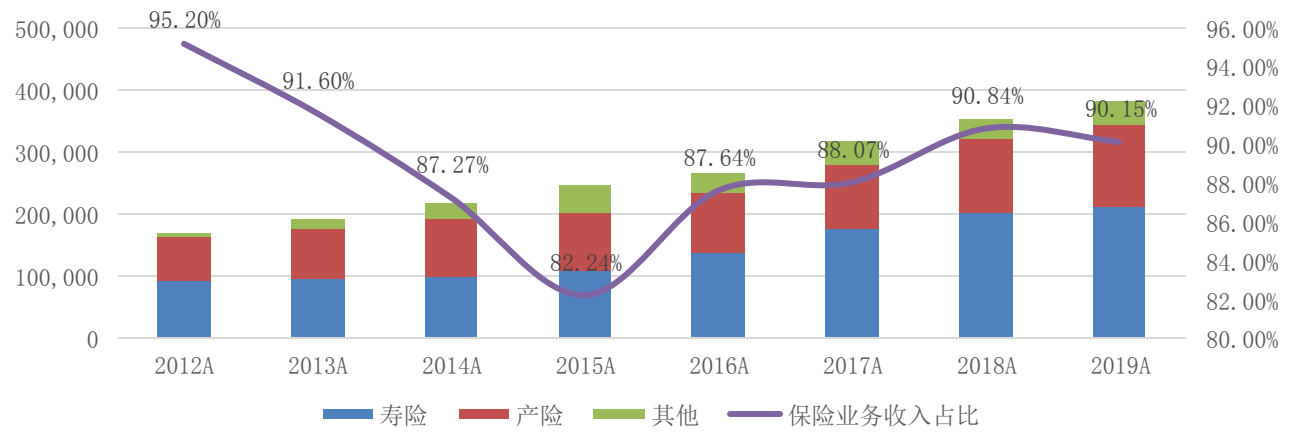
图 70：中国太保和伦交所上市保险公司 PEV 比较（2020/06/19）.....44
图 71：太保寿和平安寿 PEV （2016.1-2020.6）.....47
图 72：太保寿险和平安寿险 NBV 增速（2012-2019，%）.....47

1. 中国太保：稳健成长的综合保险集团

1991 年，太平洋保险公司的成立开启了集团近 30 年的成长之路。2001 年太平洋保险改制成为中国太平洋保险（集团）股份有限公司，同时分设太保寿险和太保产险。5 年后太保资管成立，集团综合性布局雏形初现。在之后的 8 年间，集团先后控股长江养老、成立太保安联健康，并于 2014 年受让成为安信农险第一大股东，至此涵盖寿险、产险、养老及健康险和资产管理的大型保险综合性集团正式建成。

作为集团业务的核心组成部分，保险业务在集团中占比在前期小幅下降后于近年逐步回升并重回高位，2018 年和 2019 年分别达到 90.84%、90.15%。近年来，集团保险业务经营能力的不断提升和我国保险行业蓬勃发展之势共同推动公司经营步入黄金成长期，2019 年公司营业收入已达 3854.89 亿元。

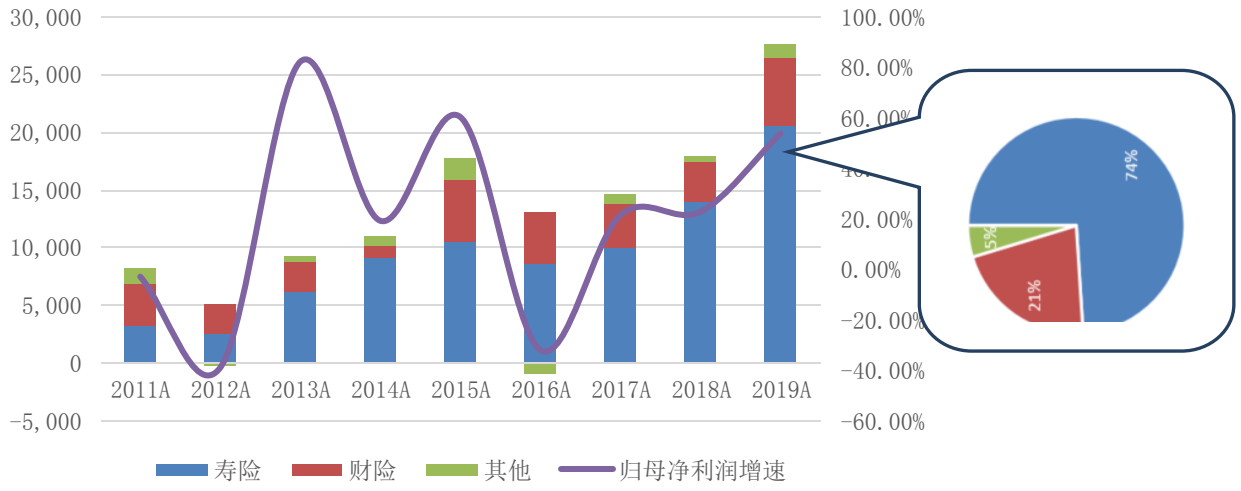
图 1：中国太保营业收入构成（2012A-2019A，百万元、%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

得益于资本市场回暖和手续费及佣金税前扣除比例提升，2019 年太保总投资收益同比提升 31.1%、所得税费用由 2018 年同期的 95.74 亿元变为-3.88 亿元，二者共同促进集团当期归母净利润大幅增长 54%。整体上看，寿险业务仍为集团利润的主要贡献者。2019 年集团 74%的归母净利润由寿险业务创造，而产险业务则贡献了 21%。寿险产险双轮驱动，协同其他综合保险服务，共同推进集团价值稳步提升。

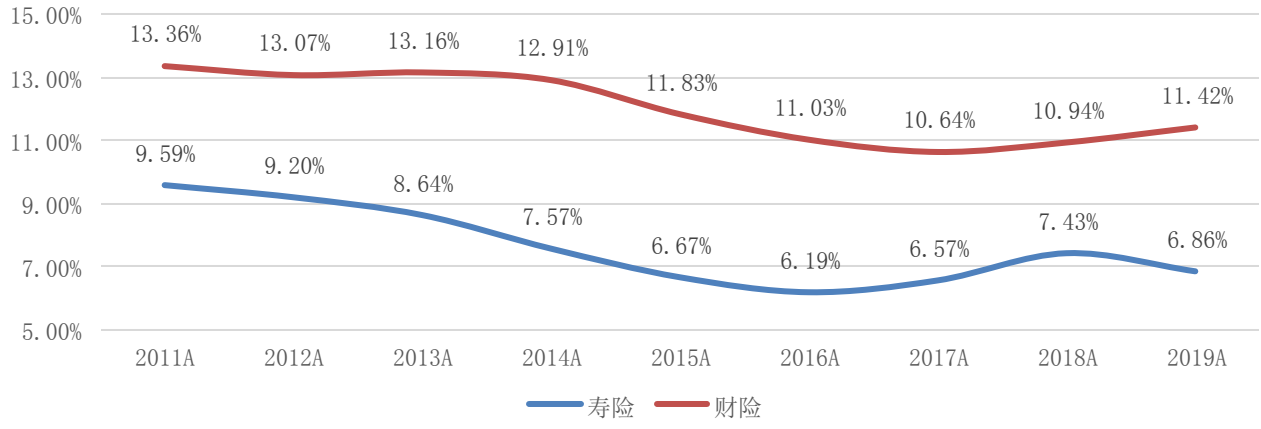
图 2：中国太保归母净利润构成及增速（2011A-2019A，百万元、%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

中国太保核心业务板块长期在市场中占据稳定且较高份额。根据银保监会披露的 2019 年保险业经营数据，太保产、寿险市场排名均延续了过去数年中稳居三甲的表现。其中，2019 年太保寿险在我国人身险市场中占据 6.86%的市场份额，同比下降 0.57 个百分点；同期太保产险市场占有率则达到 11.42%，同比上升 0.48 个百分点。**我们发现，过去 9 年间太保寿险的市场占有率波动区间只有 3.4 个百分点，太保产险也只有 2.7 个百分点，显示出无论市场环境如何，竞争格局如何变化，太保的市场地位均难以撼动。**

图 3：产、寿险市场份额（2011A-2019A）



资料来源：中国银保监会，东兴证券研究所

2. 太保寿险：深蹲起跳，苦练内功

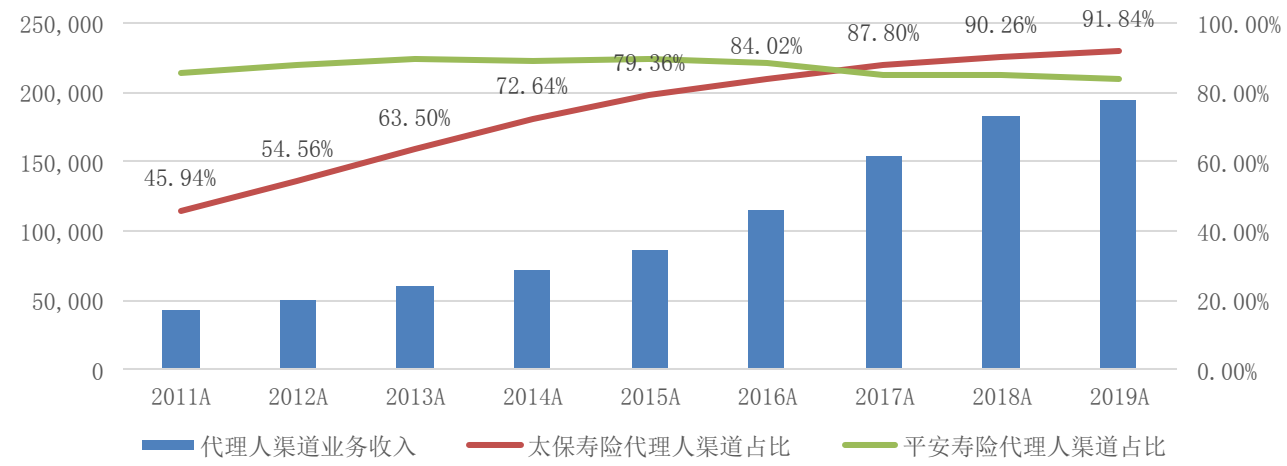
2.1 转型 1.0：守先待后，集团转型第一步

2.1.1 “大个险”战略成效显著

放眼十年之前，我国寿险行业尚处粗放发展期，规模扩张是大多数险企的主要经营目标，能迅速积累大量保费的银保渠道成为众多险企的主要经营渠道。然而，银保渠道以趸交储蓄型寿险为主的业务结构在帮助险企迅速推升业务规模的同时稀释了业务整体价值，为险企持续稳健经营埋下隐患。2011 年，太保凭借对未来保险行业发展大势的精准研判，推出转型 1.0 计划，针对寿险领域提出“聚焦营销渠道、聚焦期缴业务”的战略目标，逐步将渠道重心由银保渠道转向个险代理人渠道，将业务重心从趸交移向期交。

当时除平安寿险外，银保渠道在另外三家大型上市寿险公司中的占比均领先于代理人渠道，代理人渠道占比仅约四成。而随着转型 1.0 计划的不断推进，太保寿险代理人渠道出现了领先同业的连续飞跃式发展，其在公司各渠道中的占比从 2011 年的 45.94%跃增至 2019 年的 91.84%，上升 45.9 个百分点。在转型 1.0 阶段“大个险”战略指引下，代理人渠道已逐渐成为太保寿险的绝对主力渠道，是当前寿险业务收入的最重要来源。

图 4：代理人渠道业务收入及占比（2011A-2019A，百万元、%）



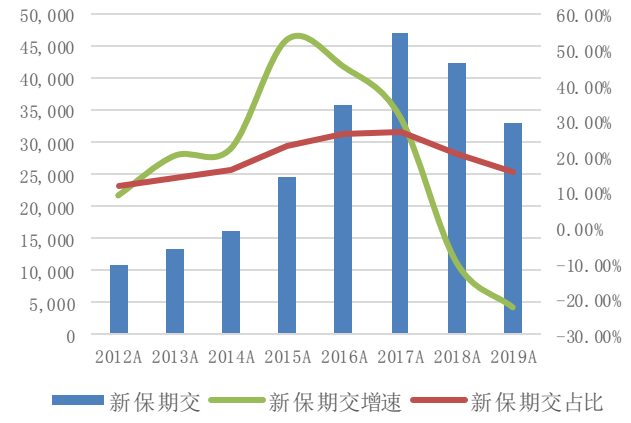
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.1.2 聚焦期交，未雨绸缪

渠道结构发生剧变的同时，太保寿险的业务结构也在随之发生变化。随着对“聚焦期交业务”目标指引的贯彻落实，太保寿险在 2011 年至 2017 年六年间的新保期交业务收入复合增速达到 31.76%，并在 2015 年和 2016 年两年连续超过 45%。比较发现，太保寿险新保期交占全部新保业务的比重持续位于 90%之上，最高于 2015 年达到峰值 96.08%，长期领先同业。新保期交业务的快速增长持续推动太保寿险业务结构由过去银保趸交为主向期交为主转换，新保期交占总保费的比例从 2012 年的 11.75%增长到 2017 年的

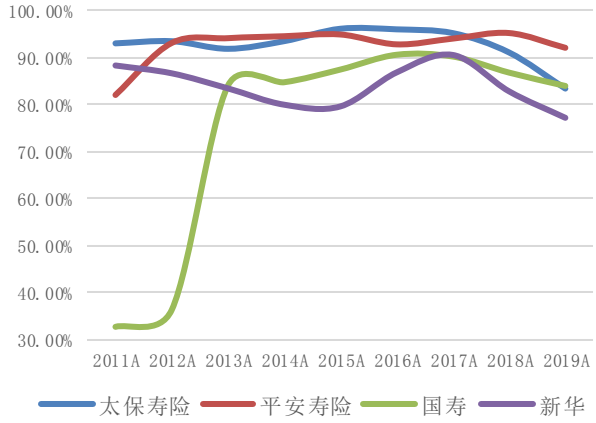
26.81%，实现跨跃式增长。

图 5：新保期交业务收入、增速及占比（2012A-2019A，百万元、%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

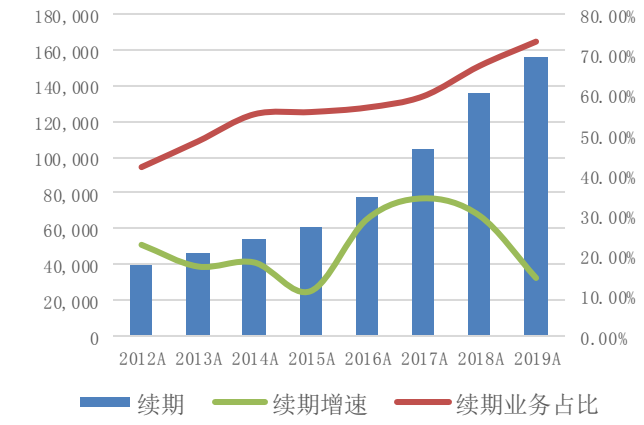
图 6：四家上市寿险新保期交占比（2011A-2019A）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

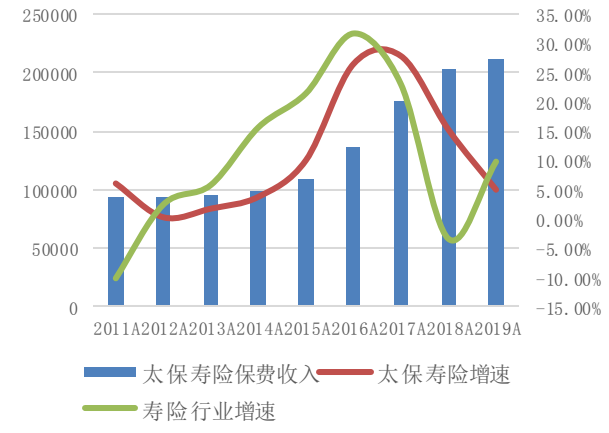
依托在期交业务上的提前布局，近年来太保寿险续期业务规模迅速扩张并对公司整体保费收入增长提供有力支持。自 2015 年起，前期大力发展期交积累的存量业务开始逐步释放，公司续期业务驶入增长快车道，2016 年和 2017 年增速分别达到 29.02%和 34.22%，连创新高，尽管近两年增速出现下滑，但仍高于 10%。同时，续期业务在太保寿险业务结构中的占比连续攀升，从 2012 年的 41.99%增长到 2019 年的 73.21%，已然成为公司整体业务收入的中流砥柱。在续期业务的有力支撑下，2015 年至 2017 年太保寿险业务收入呈现高速增长态势，期间复合增长率达到 27.18%。2017 年之后，在行业增速普遍下滑之时，太保寿险保费增速依然维持在行业平均水平之上。

图 7：续期业务收入、增速和占比（2012A-2019A，百万元、%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 8：太保寿险业务收入行业比较（2011A-2019A，百万元、%）



资料来源：公司公告、中国银保监会，东兴证券研究所

总体来看，在转型 1.0 阶段，太保寿险聚焦代理人渠道建设和聚焦期缴的两步走战略安排反映出公司在全行业发展动能转换之下渴求价值转型的愿景，并为接下来的转型 2.0 奠定坚实基础。

2.2 转型 2.0：持戈试马，扬帆起航

2.2.1 转型 1.0 遭遇瓶颈

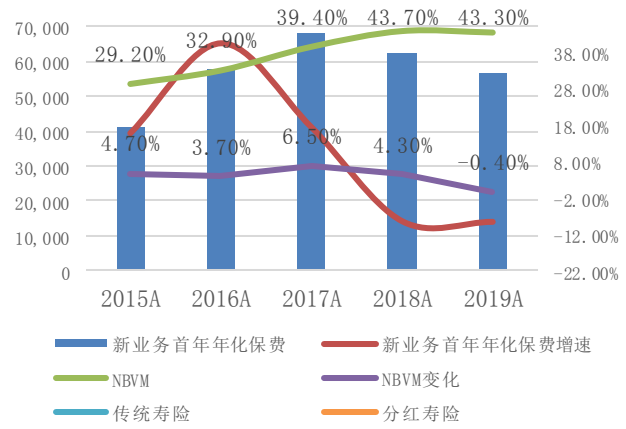
太保寿险 2017 年之前保费规模的快速增长除了自身续期业务的拉动作用之外，还受益于多种外部因素的叠加影响。一方面，代理人考试取消后，代理人规模急速上升，而代理人渠道作为太保寿险主要业务渠道，其迅速扩张能够带动公司整体保费收入快速攀升；另一方面，近年来我国人口老龄化程度加剧叠加居民消费能力普遍增强，共同激发居民的保障意识和保险需求，进而推升公司业务规模。

然而，保监会于 2017 年 5 月发布的 134 号文为寿险行业的快速膨胀画上休止符。在“保险姓保”的政策基调之下，寿险公司纷纷将业务重心向保障型险种转移，而原本在寿险市场中占据大半的高现金价值产品及中短存续期产品的空间被不断挤压，致使行业整体业务规模增长承压。同时，随着经济增速下行压力逐渐加大，居民消费能力增速有所放缓，新增保险需求下降。**此外还有一个原因不能忽视，规模迅速膨胀的代理人队伍在前期深度甚至是过度挖掘客群，致使保险需求被提前透支。**综上几种因素，行业保费规模的快速扩张难以为继。

2.2.2 瓶颈之下，规模增长受阻但价值提升活力仍存

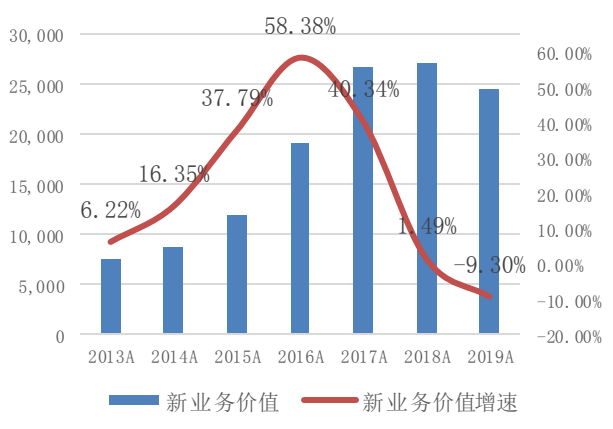
在上述诸多因素影响下，太保寿险新业务首年年化保费增速在 2016 年达到峰值（40.35%）之后，于 2017 年出现下滑，并在近两年由正转负。然而，NBVM 仍然保持较强的增长势头并于 2018 年达到历史新高 43.70%，从而在一定程度上冲抵新业务首年保费收入下降对公司 NBV 的影响，进而支撑太保寿险 2018 年全年 NBV 正增长。2019 年新业务首年年化保费继续减少，但对比 2018 年降幅收窄；NBVM 上升势头中止，较 2018 年小幅下降 0.4%，但仍处历史高位，在二者的共同影响下，2019 年 NBV 同比下降 9.3%。但我们认为，待疫情影响消失，随着太保价值转型 2.0 进入冲刺期，NBVM 变化趋势有望出现反转并步入上升区间，推动公司整体业务价值进一步增长。

图 9：新业务首年年化保费（2015A-2019A，百万元、%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

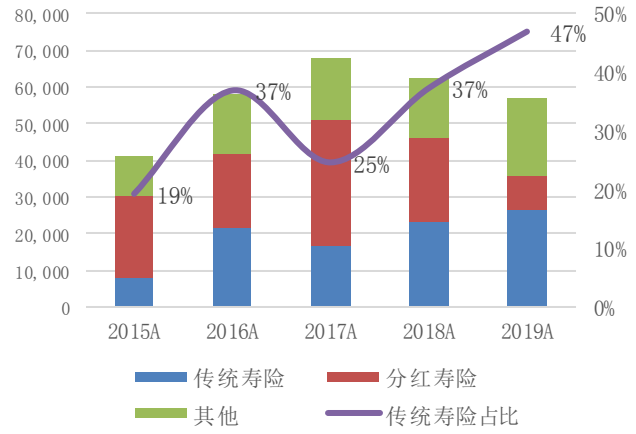
图 10：寿险新业务价值及增速（2013A-2019A，百万元、%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

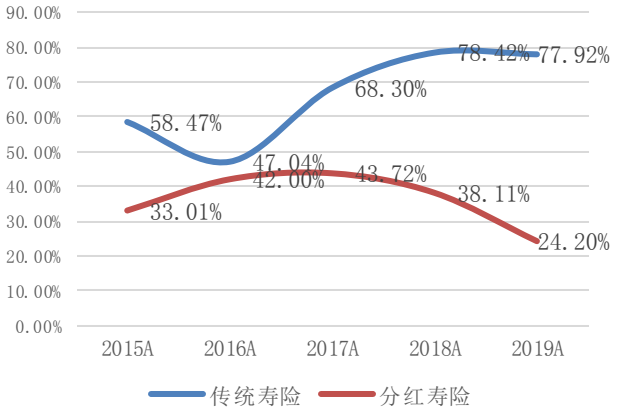
太保寿险 NBVM 持续提升并保持在较高水平，主要得益于业务结构向具有更高价值的传统型保险转移。近两年，传统型保险在新业务中的比重显著上升，2018 年达到 37%，同比上升 12 个百分点；2019 年传统险占比继续升至 47%。在规模格局持续转化的同时，传统型保险与分红型保险的价值分化也在加剧。**2018 年公司传统型保险 NBVM 是同期分红型保险 NBVM 的 2.06 倍，这一数值在 2019 年扩大到 3.22 倍。**二者差距扩大叠加太保寿险业务重心不断向前者倾斜，将支撑公司 NBVM 维持高位，从而冲抵新保规模增速疲软的不利影响，中长期角度看公司 NBV 维持中等增速可期。

图 11：新业务首年年化保费构成（2015A-2019A，百万元、%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

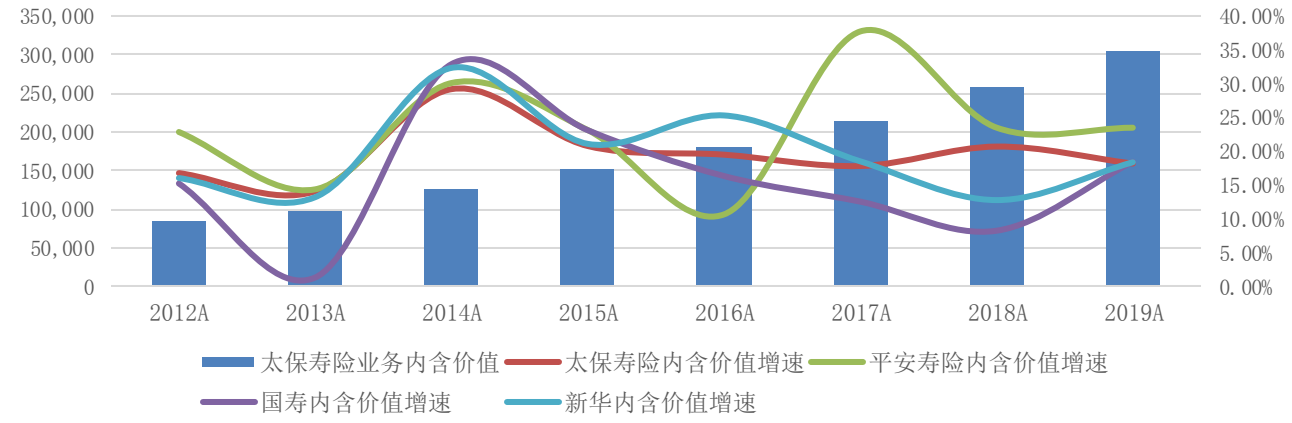
图 12：分险种 NBVM（2015A-2019A）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

从公司价值层面看，2015 年之后太保寿险内含价值年增速长期位于 17.8%至 20.8%的区间内，相较同业更具增长稳定性和确定性，这是由多种因素共同作用的结果。一方面，高价值期交业务占比的不断提升和续期业务的高速增长从一定程度上对冲了新业务首年年化保费增长疲软带来的规模增长停滞；另一方面，新保业务结构持续改善助力公司 NBVM 稳定在较高水平，成为 NBV 的稳定器，进而为内含价值增长提供持续动力，二者叠加影响下太保寿险内含价值才能实现长期稳健增长。

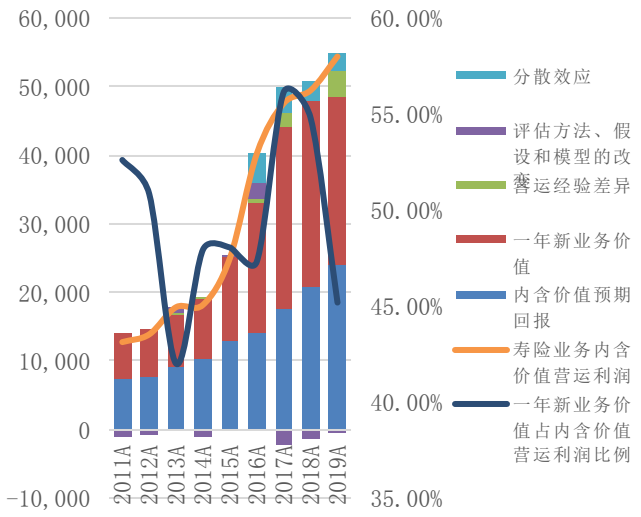
图 13：太保寿险内含价值及增速比较（2012A-2019A，百万元、%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

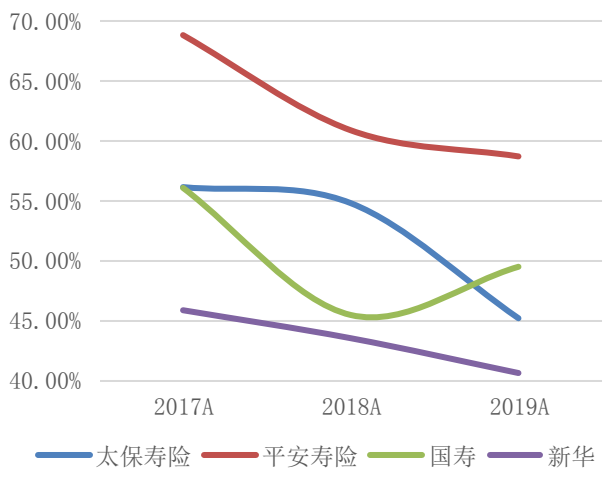
参考平安寿险的指标定义，太保寿险内含价值营运利润主要由一年新业务价值和内含价值预期回报组成，其中一年新业务价值占比长期位于 50%左右。2018 年为 54.81%，与另外三家上市寿险公司相比，仅次于平安寿险的 60.90%，高于中国人寿和新华保险；2019 年受累于新业务价值负增长，这一数值同比下降 9.62 个百分点，而内含价值预期回报增加使内含价值营运利润仍延续了连年攀升的态势，较上一年增长 10%。

图 14：太保寿险内含价值营运利润构成（2011A-2019A，百万元、%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 15：A 股四大寿险公司一年新业务价值占内含价值营运利润比例（2017A-2019A）

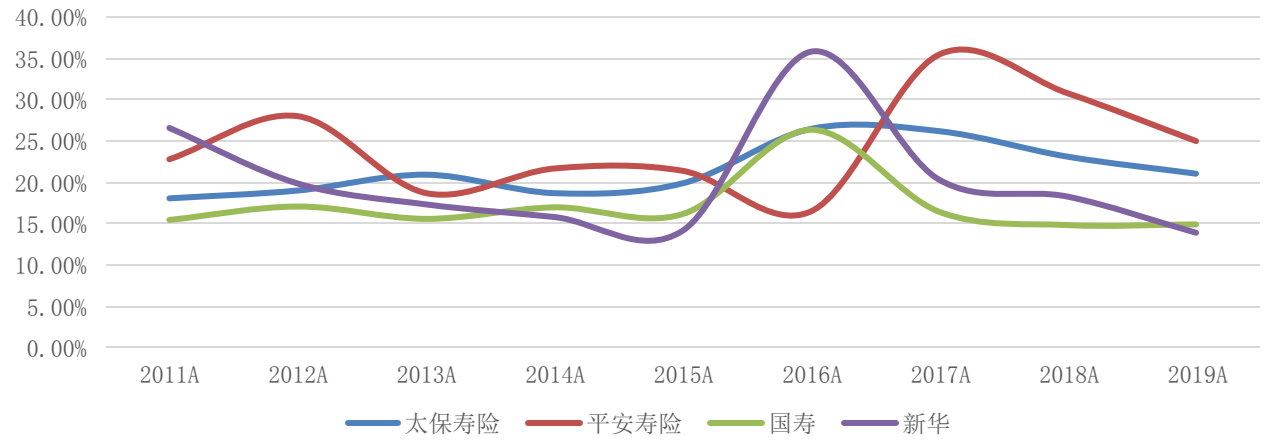


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

受近两年新业务年化保费快速下降的影响，太保寿险新业务价值增速明显放缓，进而拖累公司 ROEV。2018 年太保寿险 ROEV 为 23.12%，同比下降 3.09 个百分点；2019 年再下降 2.06 个百分点至 21.06%。尽管如

此，2019 年太保寿险 ROEV 依然在同业中位居前列，仅次于平安寿险的 25.01%。与其他 A 股上市寿险公司 ROEV 的剧烈波动相比，太保寿险 ROEV 整体趋势较为平稳，且 2019 年降幅明显小于除国寿外的其余 A 股上市同业，从一定程度上体现出在全行业业务增速放缓过程中，太保的阵痛消化能力相对更强。

图 16：上市险企寿险 ROEV（2011A-2019A）



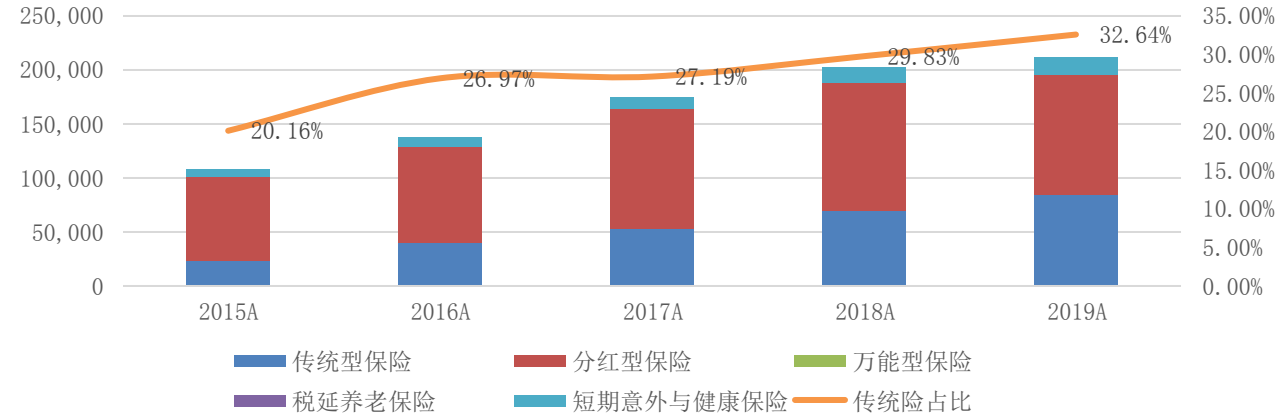
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2.3 价值转型：探索价值增长新动能

业务结构向价值倾斜

太保寿险价值持续提升的直接原因在于转型 2.0 战略主导价值转型。业务结构上，公司经营重心不断向高价值险种转移。2015 年太保寿险分红型保险与万能型保险的总规模是同期传统型保险的三倍之多，而到了 2019 年，传统险占比上升至 32.64%，在四年间提升了 12.48 个百分点；分红险和万能险的占比则下降了 21.96 个百分点，二者差距大幅缩小。

图 17：太保寿险险种结构（2015A-2019A，百万元、%）

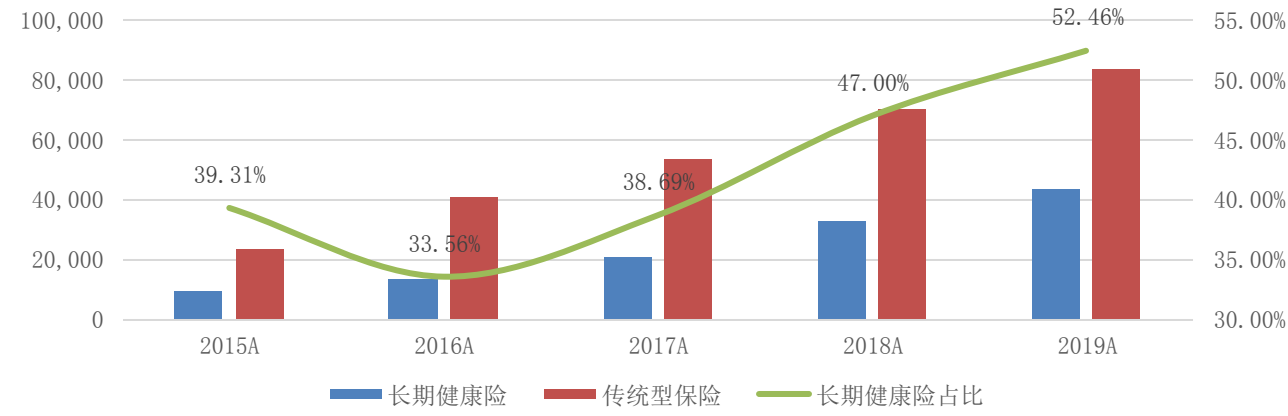


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注：太保寿险的万能险和税延养老保险规模相对较小，并且后者自 2018 年起才开始试点，因此在图中无法清晰显示。

在传统型保险占比不断抬升的同时，实现高价值保障型险种的提速发展是太保寿险价值转型过程中的又一重点。近年来，公司长期健康险在传统型保险中的占比从 2016 年的 33.56%上升至 2019 年的 52.46%并达到历史高点，呈现爆发式增长。转型 2.0 下，传统型保险和长期保障型险种的共同发力支撑公司价值稳步提升，为未来利润稳健释放打下坚实基础。

图 18：传统险构成（2015A-2019A，百万元、%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

聚焦客户分层，实施差异化、精细化服务

公司长期健康险快速发展的重要保障在于持续提升的产品竞争力。近年来，太保主打健康险经历了“金佑”到“金诺”再到“金福”的变化，在逐步扩充疾病保障范围的同时，产品价格一路走低，并不断增添特色功能。2019 年 7 月推出的“金福人生”延续了前代产品“轻症最多三次额外赔付 20%”等特色功能，并推出特定生命阶段双倍赔付，即少儿阶段特定重疾（15 种）、成年阶段重疾失能以及老年阶段特定重疾（10 种）双倍赔付，为被保险人提供全生命周期的周全保障，进一步提升产品吸引力。同时，“金福人生”采取“寿险主险+重疾附加险”的模式，继续推动“以附促主”销售策略的实施，借助持续扩大的重疾险需求带动其他主力险种规模增长。

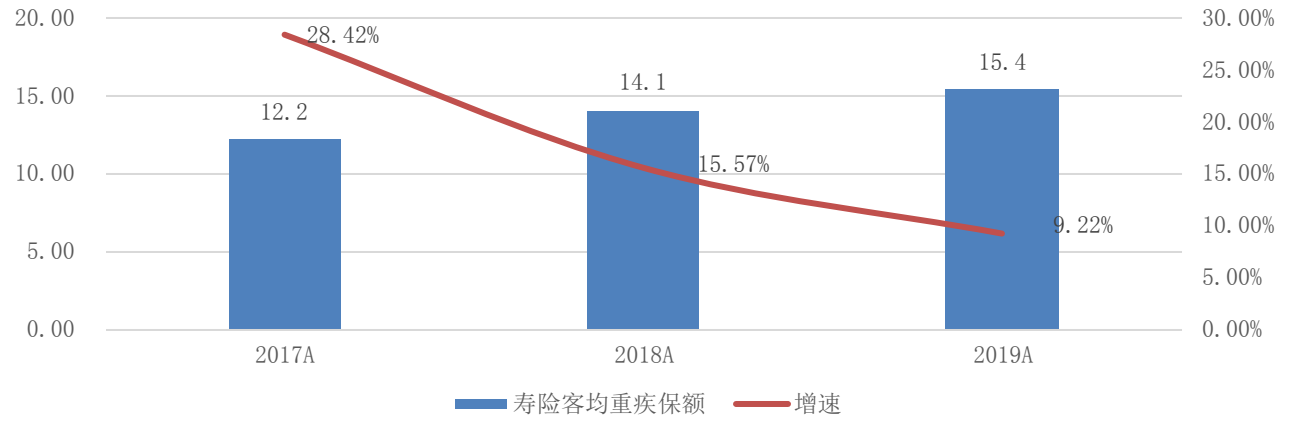
受益于产品竞争力的不断增强，自 2017 年起公司客均重疾保额连续三年净增长，于 2019 年末达到 15.4 万元/人，较三年前提升 62.11%。未来，随着公司主打重疾产品不断创新，叠加居民长期健康保障需求的提升，我们预计这一指标将保持增长势头，成为公司业务结构转向的重要推动力。

表 1：近年太保主打健康险对比

主打健康险					
上市日期	重疾险	保障范围	投保年龄	价格水平（1 万保额/18 周岁男性）	特点
2017 年至 2018 年 6 月	金佑人生 2017	88 种重疾+20 种轻症	30 天至 65 周岁	高（20 年交 288 元）	保额分红可继承
2018 年 7 月至 2019 年 6 月	金诺人生	100 种重疾 +50 种轻症	30 天至 65 周岁	中（20 年交 195 元）	轻症保障最多给付三次；夫妻互保双豁免
2019 年 3 月至 2019 年 6 月	金诺优享	105 种重疾 +55 种轻症	男性 30 天至 46 周岁；女性 30 天至 51 周岁	中（19 年交 196 元）	轻症保障最多给付三次；夫妻互保双豁免
2019 年 7 月至今	金福人生	105 种重疾 +55 种轻症	18 周岁至 65 周岁	低（20 年交 119 元）	轻症保障最多给付三次；特定生命阶段给付双倍

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 19：太保寿险客均重疾保额（2017A-2019A，万元、%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2020 年开门红同样体现了太保价值转型的决心。相比于其他上市同业早于去年 10 月底及 11 月上旬便打响开门红第一枪，太保直到 12 月初才正式启动开门红，同时，其主打开门红产品的预定利率和万能结算利率均处最低档，反映出太保淡化开门红、向均衡高质量发展转型的战略。此外，以客户为中心聚焦服务增值是公司本次开门红的另一亮点。**与往年相比，太保寿险 2020 年开门红最为显著的区别是更加侧重客户层级划分以及对各层次客户进行差异化服务。公司按照客均保费贡献将客户划分为基础客户、中端客户、高端客户和顶尖客户，并要求代理人为各等级客户提供有针对性的服务。**其中，中端客户可以享受保单检视服务，高端客户拥有太保养老社区的入住权，而顶尖客户则能够享受公司配套生命银行服务。

表 2：上市险企 2020 年开门红主打产品对比

	中国太保		中国平安		中国人寿		新华保险
名称	至尊鑫享福	至尊鑫满意	财富金瑞	金瑞人生	鑫享至尊	鑫福临门	汇添富
类型	传统年金	分红年金	传统年金	传统年金	传统年金	传统年金	传统年金
预定利率	0.035	0.025	0.035	0.035	0.035	0.035	0.04025
万能结算利率	0.05	0.05	0.05	0.05	0.053	0.053	0.05

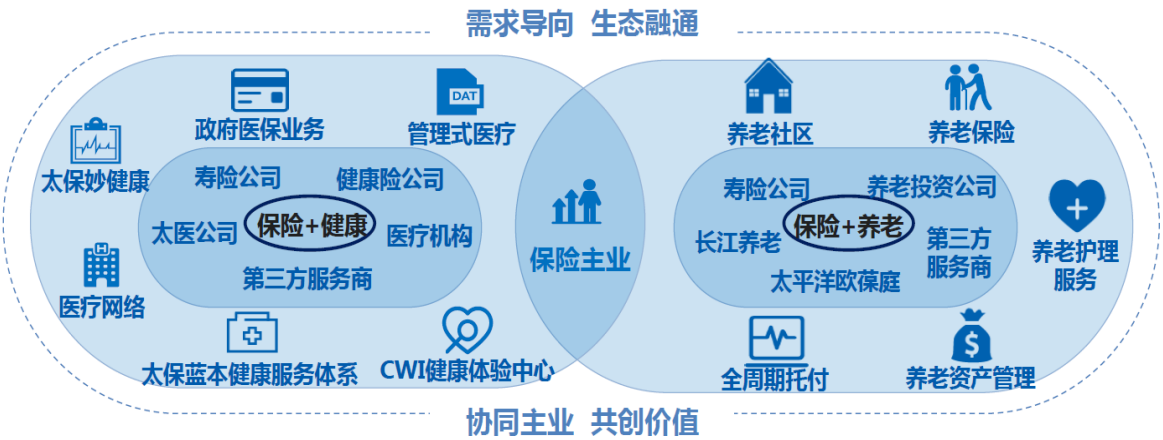
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

对突发事件的应对同样显示了公司高水平的精细化服务能力。新冠疫情爆发成为我国 2020 年最大黑天鹅事件，太保寿险发挥自身优势迅速予以应对。先是针对购买了医疗险产品并被确诊新冠病毒肺炎的客户，取消了医院等级、等待期以及“特定传染病”免责服务等多项限制，并扩大保障责任。同时，公司快速推进创新产品研发和供给，扩展了勇敢者保障计划、国民意外保险等 7 款保险产品责任，将新冠肺炎全面纳入保障范围，并创新推出多款覆盖新冠肺炎疫情责任的保障类产品。如此一来，太保依托创新产品研发供给和精细化客户服务一定程度上弥补了疫情爆发对业务开展造成的冲击。此外，全力支持防疫工作更履行了大型国企责任，有助于提升企业形象，进一步推动公司后续业务的开展。

依托服务延伸价值

当前，太保的业务价值理念已从保险产品本身扩展到了产品中的附加价值，即着力通过养老服务和健康管理等方式为客户提供具备高附加值的产品，以提升客户粘性并带动保险主业增长。基于此种考虑，太保建立了“保险+健康”和“保险+养老”生态圈，助力提升客户健康服务能力和养老运营服务能力，以持续创造业务附加价值。

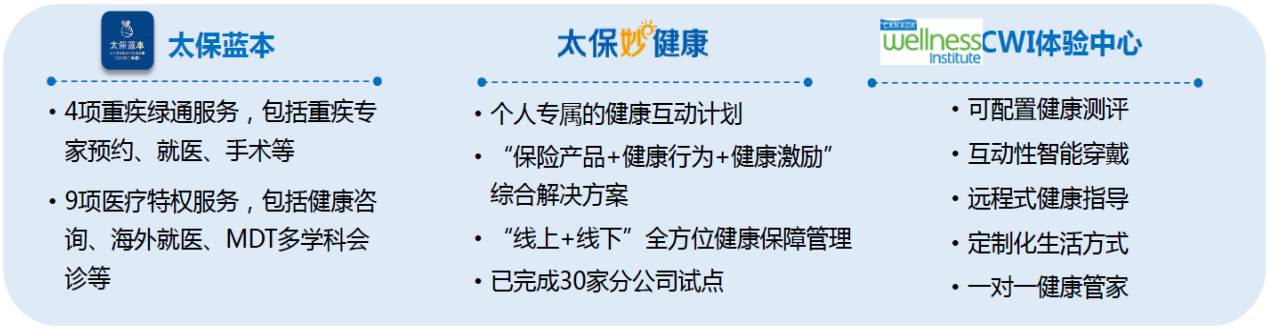
图 20：“保险+健康”和“保险+养老”生态圈



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

一方面，公司构建“保险+健康”生态圈，发挥公司平台优势，不断推进医疗健康数据的采集和共享，建设健康大数据平台；同时加快产业资源的整合，推动健康生态建设，助力客户健康服务增值。公司目前已经推出包括太保蓝本、太保妙健康以及正在建设的太保 CWI 服务体验中心等产品，致力于打造针对客户全生命周期的健康体验。截至 2019 年底，太保蓝本已与超过 2800 家全国医院构建服务网络，其中三甲医院占比接近 50%，服务覆盖人数超过 750 万。新冠疫情期间，太保推出“7*24 小时视频医生”服务，借助“太保妙健康”平台提供全天候就医指导、健康管理指导、轻症以及重症咨询等服务，随时随地快速响应客户问诊咨询需求，累计连线使用突破 10 万次，最长咨询时间近 1 小时。由此一来，客户足不出户即可在线获取专业医生的问诊服务，在缓解各地医疗机构接诊压力的同时，还减少了公众线下问诊过程中交叉感染的情况。

图 21：全旅程健康体验



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

另一方面，构建“保险+养老”生态圈、占据养老专业服务制高点是太保寿险服务升级的第二个重点。公司希望打造中国养老社区的新范式，使人们的养老生活更智能、更绿色、更人文、更健康。依托和法国欧葆庭的合作，公司构建了国际一流的运营服务体系并持续提升养老运营服务能力，进而为客户提供更好的养老服务体验。当前，公司加快对“太保家园”高端养老社区的布局，成都、大理、杭州、上海、南京、厦门等项目接连落地，并于 2019 年底初步形成了“东西并进、南北呼应”的格局。

图 22：太保养老事业布局



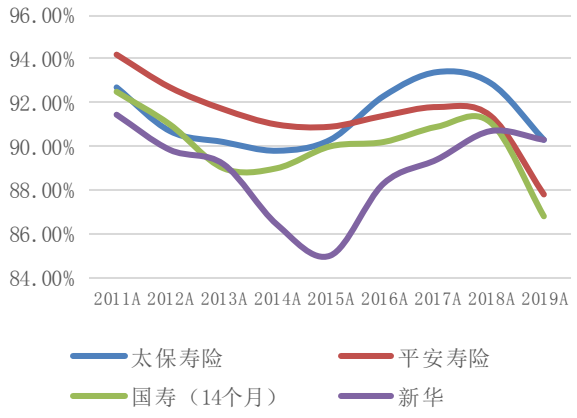
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们认为，未来随着在健康养老领域的不断深耕，公司为客户提供的覆盖全生命周期的“保险+健康”、“保险+养老”综合服务，将更好地协同保险主业，形成新的价值增长点。

业务粘性不断提升

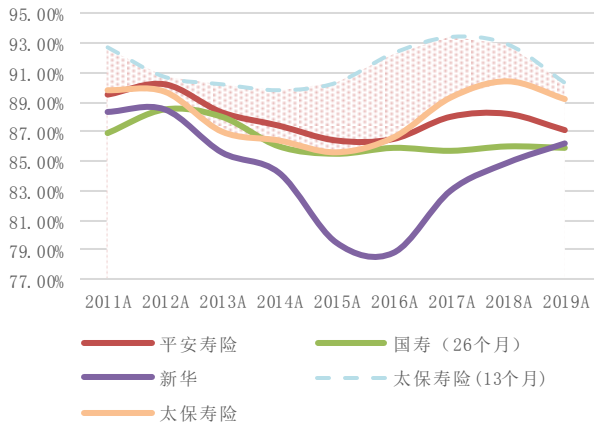
得益于综合服务的不断增值，客户归属感持续提高，进而推动太保寿险客户粘性保持在较高水平。**自 2016 年起公司保单继续率在同业中长期位于领先水平。**其中，2016 年至 2019 年公司 13 个月保单继续率分别达到 92.30%、93.40%、92.90%和 90.30%，均位列四大上市寿险公司首位；25 个月保单继续率在同期分别为 86.60%、89.30%、90.40%和 89.20%，同样领先同业。此外，相比于 25 个月保单继续率相对平稳的发展态势，太保寿险 13 个月保单继续率近期出现小幅下滑，说明在险种结构调整下，虽然短期险种脱落状况相对更为严重，但长险比例的上升对此形成了有效对冲，长短继续率的剪刀差从侧面反映出太保寿险坚定落实发展长期险种的决心。

图 23：13 个月保单继续率（2011A-2019A）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

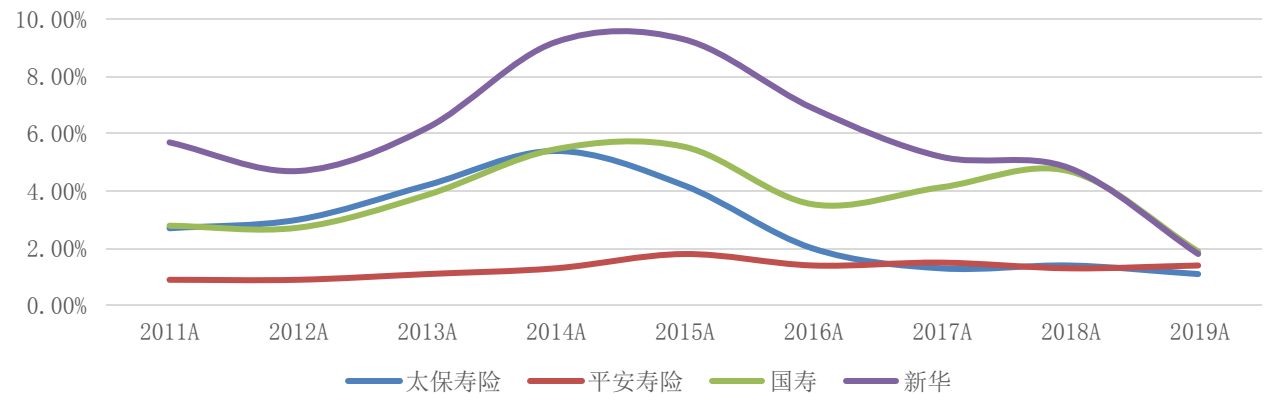
图 24：25 个月保单继续率（2011A-2019A）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

退保率方面，经过 2015—2016 连续两年的大幅度下降后，自 2017 年起太保寿险退保率稳定于 1.3%水平，与平安寿险基本持平并领先于另外两家上市寿险公司。

图 25：上市同业退保率（2011A-2019A）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

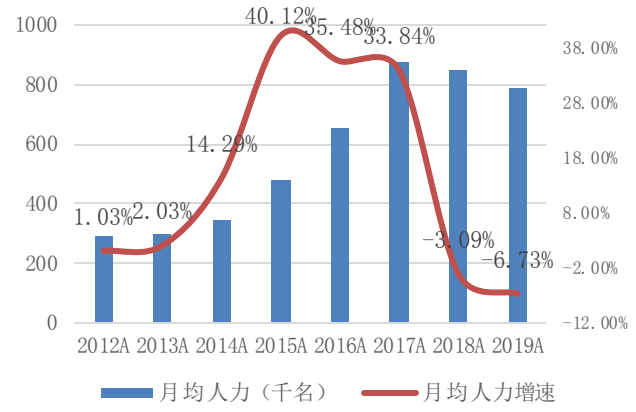
在转型 2.0 阶段通过大力发展传统型保险和长期保障险种推动公司业务价值提升的同时，太保寿险依托精准服务增强客户体验，提升客户粘性，进而维持高水准的综合业务质量。而支撑上述愿景得以顺利实现的深层次原因在于转型 2.0 的改革核心——高水平人力队伍建设。

2.2.4 高水平人力队伍建设：价值转型的根本动力

代理人考试取消叠加公司规模扩张需求使得太保寿险代理人规模在 2015 年至 2017 年出现爆发式增长，三年增速分别达到 40.12%、35.48%和 33.84%，月均人力在 2017 年达到历史峰值 87.4 万。然而，与人力规模迅速扩张形成鲜明对比的是人均产能提升遇到瓶颈。2017 年代理人月均寿险佣金收入增长仅为 0.61%。公司意识到代理人红利正逐渐消失，在产能无法得到保障的前提下，一味追求扩大人力规模已经没有意义。**转型 2.0 之下，太保寿险聚焦队伍建设，以“量稳质升”为目标，着重提升核心代理人留存率、提高代理人产能以及培养新生力量和新的中坚力量，力图打造三支关键队伍——做大核心人力、做强顶尖绩优、建设新生代队伍，进而推动队伍结构不断优化。**

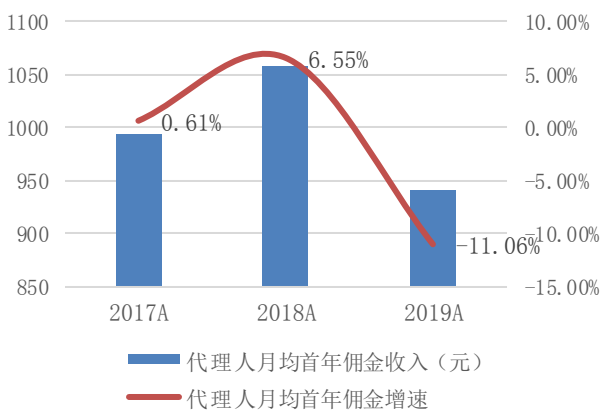
当前，太保寿险大约 25%的代理人留存超过三年并且业绩水平连续达到健康标准，贡献了超过 60%的保费，“二八效应”正在形成。因此，在全行业人力高位回落趋势下，太保寿险更加聚焦营销队伍质态的提升，注重把资源配置和管理直接落脚到结构的改善上，打造核心人力及顶尖绩优人力队伍。在持续改革和调整之下，公司月均健康人力和绩优人力持续增长、占比连年攀升。2018 年上述二者占比分别达到 36.84%和 17.59%，同比上升 8.46 和 2.6 个百分点。在人力队伍持续优化之下，2018 年太保寿险代理人月均首年佣金收入增速回暖，达到 6.55%，同比上升 5.94 个百分点。在人力增长放缓情况下，队伍质量的提升有效缓解了公司新业务获取难度加大的困境。同时，高质量代理人对于客户需求的把握更加准确，更有利于公司差异化精准服务战略的实施，进而提高服务效率以及客户体验。

图 26：太保寿险代理人数量及增速（2012A-2019A，千人、%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

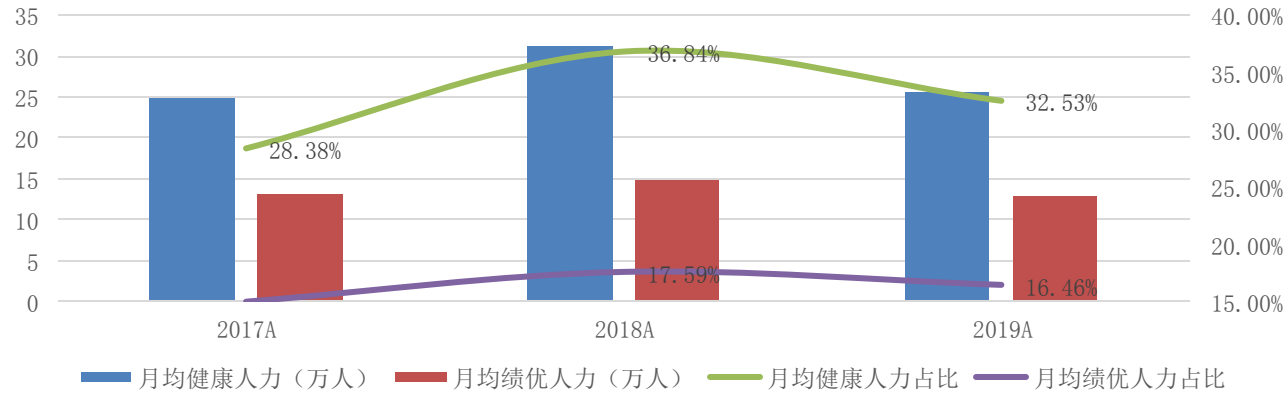
图 27：代理人月均首年佣金收入及增速（2017A-2019A，元、%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

与 2018 年相比，2019 年公司人力规模与质量双双下滑，主要归因于公司队伍转型过程中的短期波动。而 2020 年一季度新冠疫情爆发使得公司有效增员雪上加霜，叠加代理人线下展业难以正常开展进一步加剧开门红战略调整对公司业务的影响，使得太保寿险 2020 年一季度新保业务收入较 2019 年同期大幅减少 31.1%。但随着疫情状况逐渐好转，公司大概率将加大增员力度，考虑到公司代理人转型已进入发力期，预计自二季度起太保代理人队伍将实现量质齐升。此外，本次疫情对线下增员造成的冲击也将推动公司加快线上代理人招聘及培养平台的建设，队伍质态提升后新动能有望迅速形成。

图 28：太保寿险人力结构（2017A-2019A，万人、%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2.5 科技赋能——全方位助推寿险主业二次腾飞

在互联网大数据时代，科技元素和传统保险业务正在实现深度融合。对于太保而言，科技赋能的意义在于支撑队伍升级以提升客户体验，进而增强客户与公司的粘性并提升客户获得感，最终实现公司价值的长期稳定增长。在转型 2.0 阶段，太保将金融科技深度应用于业务全流程中，力争实现最优化客户体验，全方位助推寿险主业二次腾飞。

加强智能化销售支持，便捷后续服务

太保尝试通过打造强有力的销售生态圈实现智能展业，同时运用大数据和人工智能技术获取代理人的行为标签，并依托这些行为标签选择最合适的销售人才，进而实现智能优增支持，更高效对接客户需求。疫情之下，线下展业遭遇困难，公司希望突破传统的“面对面上门”的服务模式，借助越发丰富的 AI 通讯手段提升服务的智能化程度以优化客户体验。

图 29：智能化销售支持



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

疫情期间，公司在有序开展线上化经营管理的同时，充分利用科技手段在产品销售和健康监测等方面为客户提供线上化全流程的服务。截止 3 月 10 日，公司累计签发电子保单 2517 万张，完成线上服务 572 万件，集团 AI 平台提供智能服务 3249 万次。为避免人群交叉感染和疫情扩散，公司向全国 10 万家庭赠送视频医生月卡，客户领取后居家即可享受专业医生问诊咨询服务，得到准确及时的专业医疗服务。数据统计显示，此服务一经推出，10 天内线上服务咨询人数已达 16 万，累计连线使用突破 3 万次，一定程度上缓解了各地医疗机构的接诊压力。

智慧服务提速增效

太保借助大数据和人工智能技术，创新核保和理赔的服务形式。核保端方面，公司打造“核动力”产品，实现核保服务新模式。作为一个全天候秒级 AI 核保模型，其模型一致率达到 95%，能够覆盖 100 余种慢性病并形成了 51 万个实体案例。“核动力”的运用助力公司形成了对核保风险更加准确的预测，使得

公司能够更加专业地制定客户的风险保障策略。

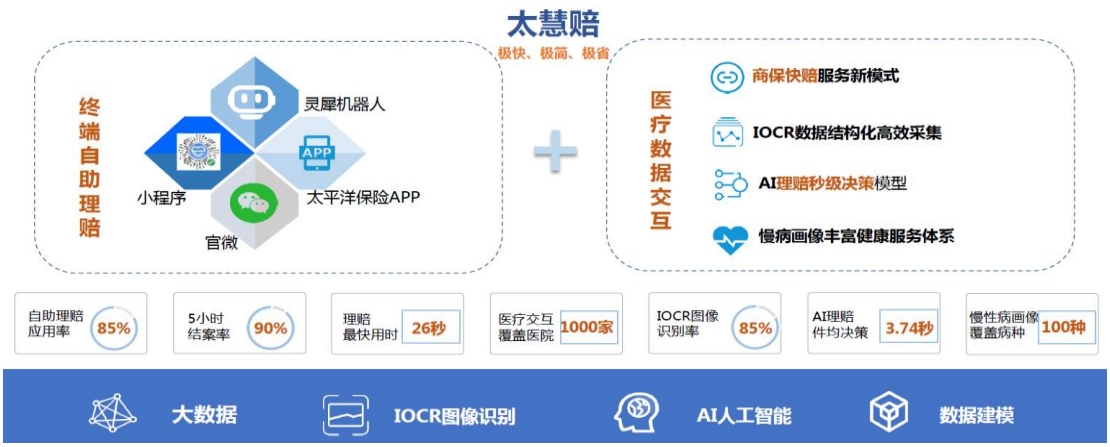
图 30：创新核保服务形式



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

理赔端方面，太保升级了“太慧赔”理赔模型，打造全链条理赔服务体系。依托终端自助理赔和医疗数据交互的结合，取得了 5 小时结案率 90%、理赔最快用时 26 秒、医疗交互覆盖医院 1000 家及 AI 理赔件均决策 3.74 秒等成绩。2020 年初，受到突发新冠疫情的影响，理赔案件陡增叠加线下作业难以开展，增加了公司理赔服务的难度，而太保近年来开发的线上理赔工具在此时发挥了巨大作用。疫情期间，借助线上快赔，太保最快仅需 15 分钟即可完成身故理赔案件的处理，总结案率超过 99%。未来，“太慧赔”结合公司先前的“太 e 赔”理赔平台，将继续提高太保的理赔效率及准确性，不断为客户提供良好的理赔服务体验。

图 31：创新理赔服务模式



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

拔高科技能力建设，提供发展创新源动力

公司科研能力建设的主要着力点在于科研、应用和交付三个方面。太保寿险的科技部门逐步建立自身的强力科技支撑团队，依靠敏捷机制，为业务创新提供科技化支持。通过与阿里巴巴和华为等技术企业建立良好的合作关系，公司正逐渐形成自身人工智能和大数据方面的研究能力，并已经形成在人工智能和大数据方面的“大产品线”和“场景应用”，在生物识别、智能回访交互、保险专业知识图谱研究和 5G 布局等方面获得突破。目前以上海田林、罗泾数据中心作为“同城双活”数据中心、四川成都数据中心作为异地数据中心的“两地三中心”科技支撑能力正式成形，接下来公司将继续推进整体智能化建设，借助科技赋能支撑寿险转型 2.0 高质量发展和销售队伍的升级，为客户提供持续增值的服务。

图 32：高端科研能力建设

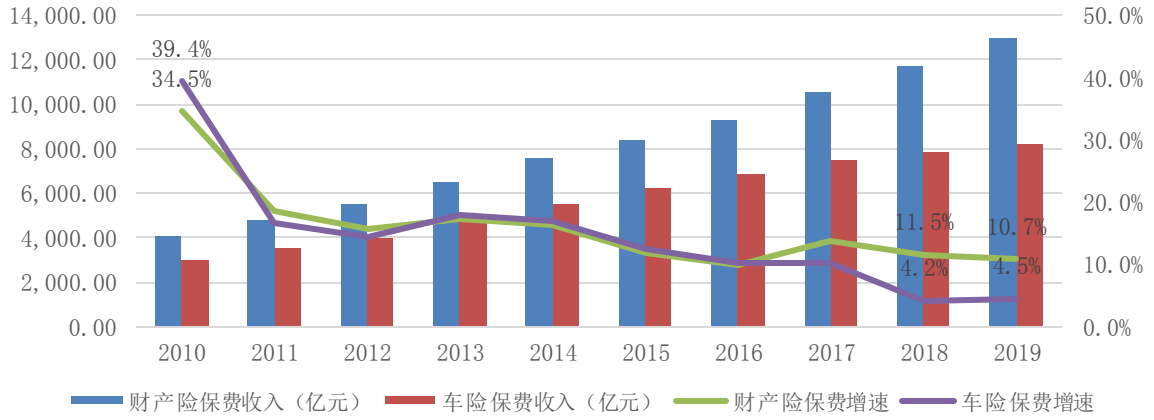


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. “后车险时代”来临，太保产险奔向多元化发展

在经历前一阶段的蓬勃发展后，近几年产险增长势头逐渐放缓。一方面，受汽车销量连续负增长、商车费改持续推进以及行业自律加强等因素影响，长期占据产险龙头地位的车险业务在保费收入和承保利润上双双承压，2018 年行业车险保费增速首次降至个位数，仅 4.2%，2019 年为 4.5%，仍在较低水平。另一方面，目前我国产险市场产品同质化现象仍较为严重，险企对市场份额的激烈竞争导致渠道费用持续攀升，车险业务的利润贡献能力大不如前。未来，险企必须优化渠道降低车险费用率，通过优质的产品和服务进行良性竞争，并在车险业务之外找到新的利润贡献点。

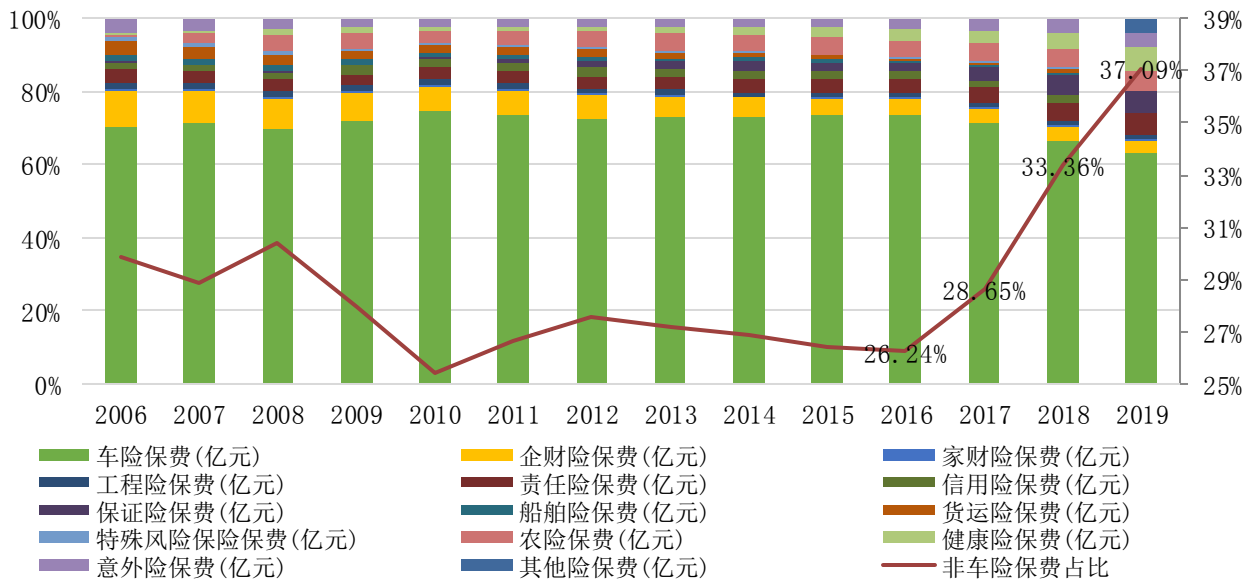
图 33：我国财产险、车险保费收入及增速（2010-2019）



资料来源：中国银保监会，东兴证券研究所

随着商车费改逐渐进入深水区，报行合一进入实施阶段，险企主动适应节奏做出改变，车险市场正在逐渐回归理性。与此同时，随着我国居民风险意识的逐渐提高，消费者对于意健险、责任险、旅游险等新型险种的需求进一步增加，叠加农险迎来发展机遇，将很大程度上弥补车险业务疲软带来的利润缺口，产险将逐渐摆脱“一险独大”的格局，走多元化发展道路。而 2019 年初以来内外部环境的剧烈变化令产险企业原有的调整规划大幅提速，周期缩短，各项业务占比变化显著。非车险保费占比持续攀升，2018 年首次突破三成，2019 年占比达到 37.09%。需求的此消彼长之下，未来产险市场必将加速洗牌，并通过最优化发展策略收获更大机遇。

图 34：我国财产险保费分布（2006-2019）



资料来源：中国银保监会，东兴证券研究所

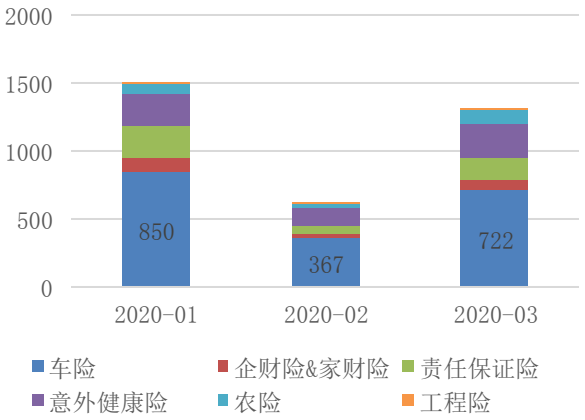
2020 年 2-3 月是国内新冠疫情最严重的时期，产险行业保费收入同比增速低于 5%，部分险企保费甚至出现负增长，而太保产险保费收入逆势增长 6.3%，经受住了疫情考验。国内疫情好转后，太保产险保费修复迅速，3、4 月保费增速分别达到 16.4%和 14.8%，均高于行业平均水平。公司产险板块表现优于行业主要得益于两点：1.相比同业，太保产险前期科技赋能转型成果显著，针对疫情期间居民消费行为的变化推出了各类线上工具；2.太保积极响应政府对加快企业复工复产的要求，创新开发了复工复产复市的相关保险方案，在疫情期间另辟蹊径，弱化疫情对产险业务的负面影响。我们认为，随着国内疫情逐渐消退，复工复产持续推进，各行各业对产险的需求将快速修复，**疫情对公司产险业务的影响有望在二季度基本消除，下半年起太保产险料将重回发展快车道，全年增速仍有望超过 2019 年。**

3.1 车险风光不再，太保积极布局产险改革

车险业务长期占据太保产险保费收入的七成以上，2015 年和 2016 年甚至接近 80%。但受行业环境影响，近几年太保车险保费收入增速放缓，在蓬勃发展的产险业务中的占比也随之下降，2019 年已降至 70.1%。

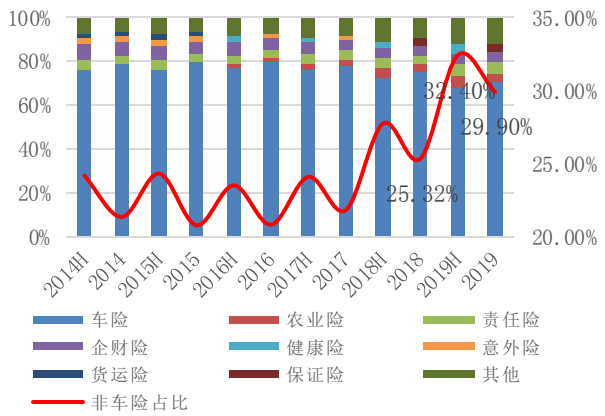
2020 年初新冠疫情在全国爆发，2 月产险保费收入触底，其中各险企车险保费收入仅 367 亿元，同比减少 18.44%。2003 年 SARS 疫情结束了 2002 年的行业过热状态并开启了此后持续数年的稳定低速增长阶段，而 2020 年新冠疫情爆发前我国汽车销量增速已经连续下降三年，且 2018 年和 2019 年呈现负增长态势（-4.75%和-9.4%）。因此新冠疫情对于汽车行业的影响或异于 SARS 时期，行业需求或不会随着疫情好转而快速修复，车险增速放缓的现状在短期内预计将得以延续。

图 35：新冠疫情时期财产险细分险种保费结构（亿元）



资料来源：中国银保监会，东兴证券研究所

图 36：太保产险保费结构（2014H-2019）



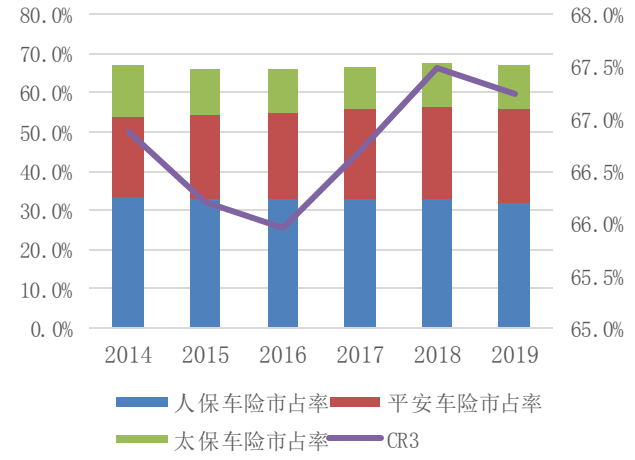
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

面对车险业务利润贡献能力的下降，太保也积极求变，开始积极布局非车业务，非车业务保费占比不断上升，2019 年上半年首次超过三成达到 32.4%，2019 年全年达到 29.9%，较 2018 年上升 4.6 个百分点。其中，公司依托特色资源优势，大力发展农险成为产险板块第二大险种，其占比已达总保费的 4.5%，且有进一步扩大的可能性。

3.2 车险费改持续推进，行业龙头先享改革红利

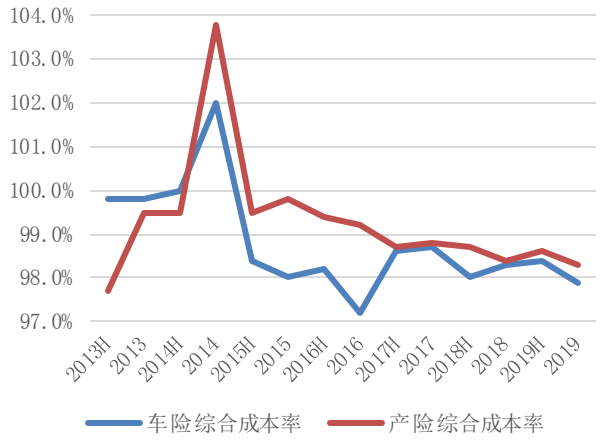
无异于行业，近年来太保车险保费增速持续放缓，2015 年起出现个位数增速。然而，随着商车费改逐渐进入深水区，车险定价进一步放开，中小型险企依靠“价格战”和“渠道战”愈发难以生存，转而发展其他险种或直接退出市场，2016 年起车险市场集中度已经重回上升趋势。太保产险作为车险市场份额排名第三的头部险企，依靠强大的品牌推广度、成熟的业务管理能力和优质的产品服务，有能力夺回中小型险企占有的市场空间，进一步提升市占率。

图 37：车险市场主要险企市占率情况



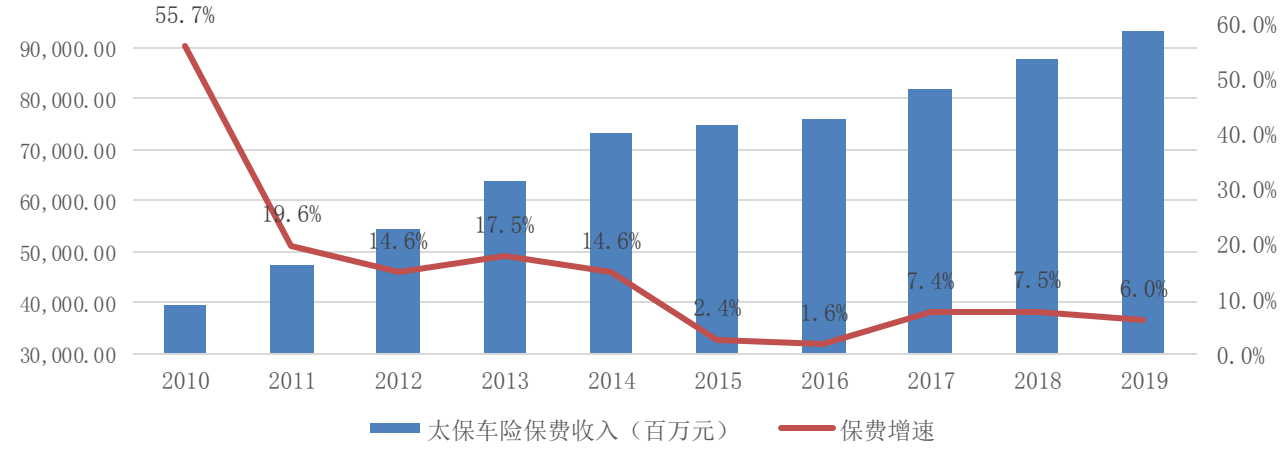
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 38：太保车险、产险综合成本率对比（2013H-2019）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 39：太保车险保费收入及增速（2010-2019）

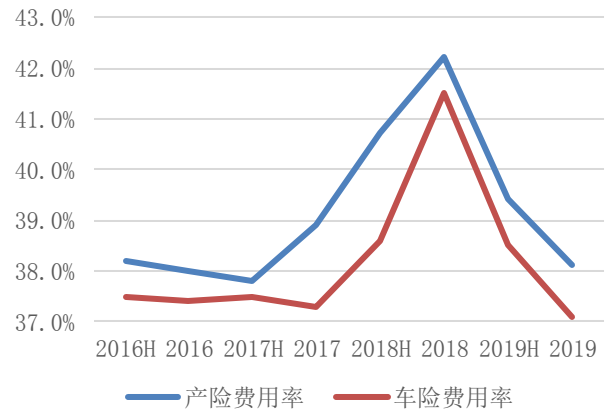


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

从成本角度分析，为了适应车险市场激烈竞争环境，2017 年至 2018 年太保车险费用率出现阶段性上升。但随着公司对理赔流程的优化和销售渠道的管理初见成效，2019 年车险费用率下降至 37.1%，正逐渐回归合理区间，对拉低产险整体综合成本率有显著效果。2019 年太保产险业务赔付率回升至 60.2%，车险

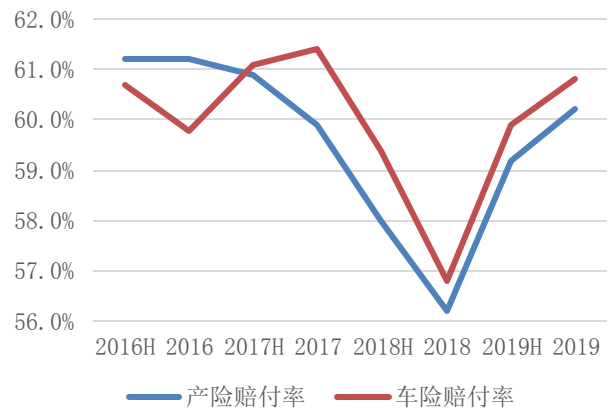
业务回升至 60.8%，较 2018 年同期有所上升，但仍在良性发展区间。得益于对综合成本率的有效控制，虽然车险保费收入增速放缓，公司车险承保利润增长仍可期待。公司正在积极拥抱并适应产险市场的变化，待进一步梳理渠道各环节并适当调整业务结构，未来有望先于行业由改革阵痛期转入红利期。

图 40：太保产险及车险业务综合费用率（2016H-2019）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 41：太保产险及车险业务综合赔付率（2016H-2019）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

为了提升客户体验以增强客户粘性，并进一步控制业务中后端成本，太保在优化渠道的同时，也在理赔流程上通过科技赋能等手段，着力打造优质服务。太保产险旗下车险理赔服务子品牌“太好赔”已经进入 4.0 时代，推出自主信用理赔“互信赔”、出险全程救助“医管家”以及事故紧急救援“公路侠”等服务；非车险理赔服务子品牌“专享赔”也在从单一理赔向综合服务升级，依托产品为客户提供一站式、综合性的服务。

图 42：太保产险旗下车险理赔服务子品牌“太好赔”主要服务



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

新冠疫情期间，太保产险也及时响应用户需求，推出“健康咨询（线上义诊）”、“一键速查”、“智能理赔”等服务，并开放了免费少儿课程，全面助力抗疫和复工复产工作，彰显社会责任的同时也进一步提升客户的产品体验，为用户提供全方位的保险服务。

图 43：新冠疫情期间太保产险上线的部分服务

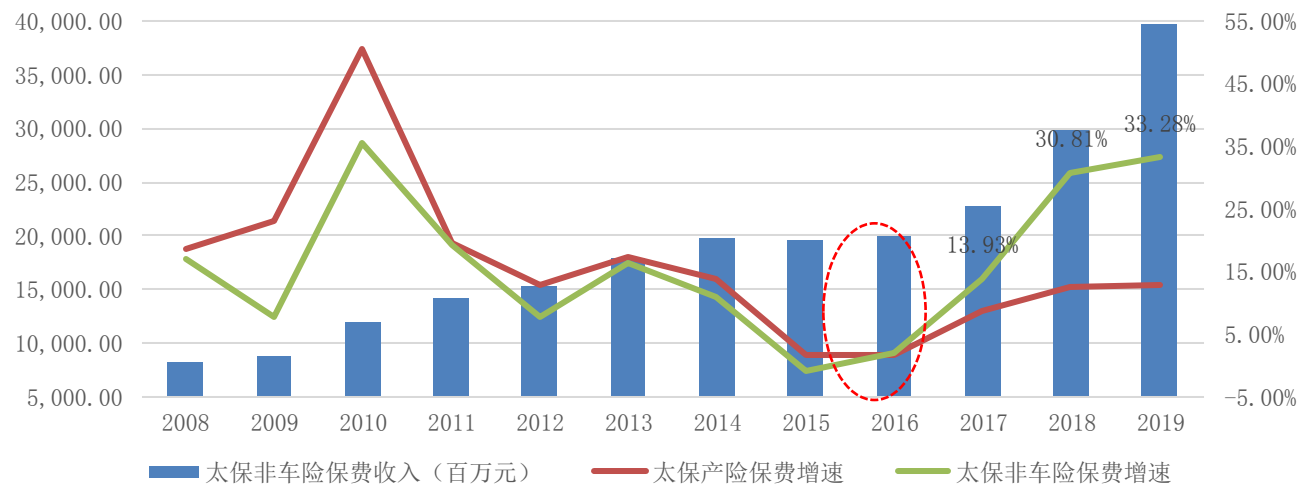


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.3 非车险占比快速上升，农险喜迎政策春风

通过对业务发展战略的迅速调整，太保产险非车险业务保费收入快速增长，转型效果显著。2016 年非车保费增速首次超过产险整体增速，之后持续上升并于 2019 年达到 33.28%，超产险整体增速 20.40 个百分点，已然成为产险业务增长的新动能。随之而来的是业务占比不断上升，2019 年上半年太保非车险业务占比达到 32.4%，首次超过三成，2019 年全年占比达到 29.9%，较 2018 年同期上升 4.6 个百分点。

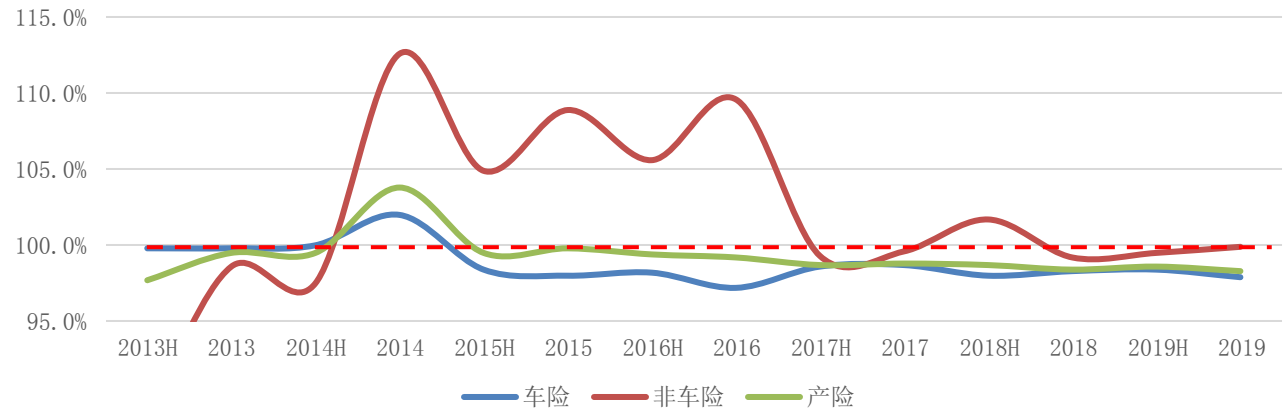
图 44：太保非车险保费收入及增速（2008-2019）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

受彼时市场环境和业务结构的影响，2015 年至 2016 年太保非车险业务盈利能力较弱，综合成本率在 2016 年时高达 109.6%，一定程度上拖累产险板块的承保利润。但随着业务结构调整、市场环境变化和针对性改进措施的不断落地，2017 年起太保非车险业务重回承保盈利区间。非车业务盈利能力的显著改善坚定了公司调整业务结构的决心，通过收购安信农险等举措大力发展非车业务，带动产险整体保费增速大幅改善，从 2016 年的不足 2%快速回升至 2017 年的 8.8%，并于 2018 年和 2019 年上升至 12%之上。

图 45：太保产险、车险和非车险综合成本率（2013H-2019）

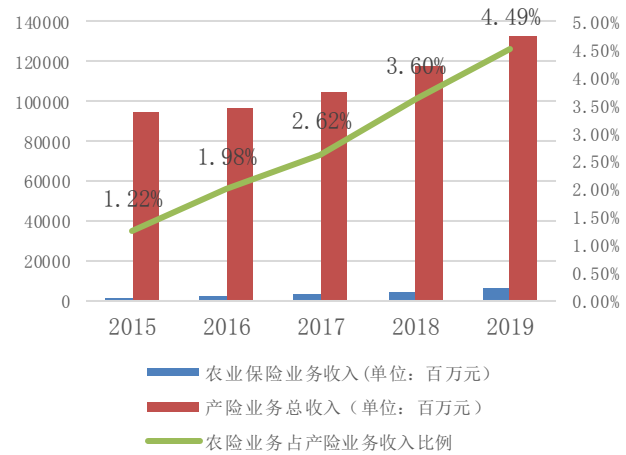


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.3.1 农险业务：非车领域的重要增长极

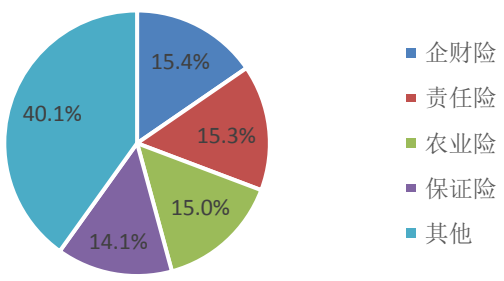
2016 年并表安信以来，太保产险在农险业务领域迅速发力，2016 至 2019 年农险保费收入年增长率分别为 65.2%、43.6%、54.9%和 40.8%。在保费规模迅速增长的同时，农险业务在太保产险收入中的占比也不断提高，2019 年已达到 4.49%，成为继车险之后的第二大产险业务品种。

图 46：太保农险经营情况（2015-2019）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

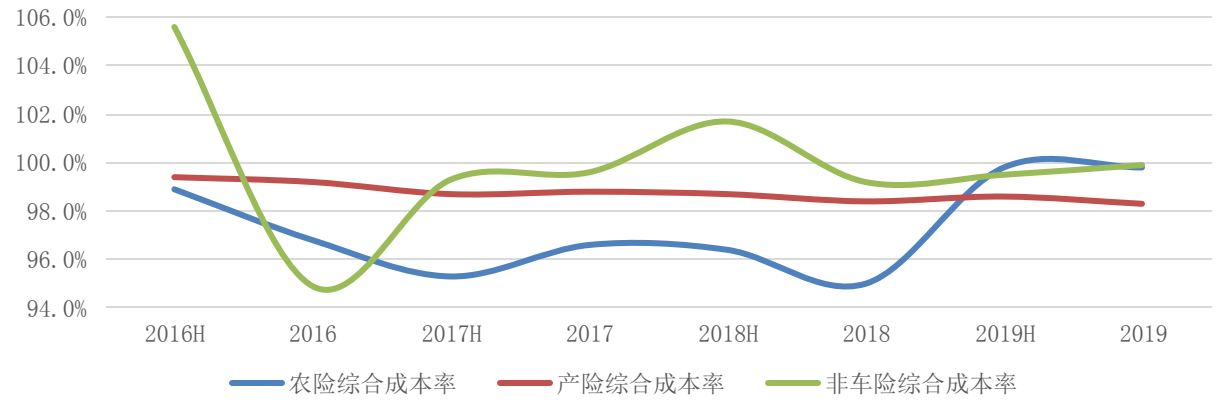
图 47：太保产险 2019 年非车险业务保费收入占比情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

除 2019 年受非洲猪瘟疫情影响赔付快速增加外，得益于良好的成本控制，太保农险业务的综合成本率基本保持在 96%左右，低于产险业务整体综合成本率和非车险业务综合成本率。未来，随着农险业务在产险中占比不断扩大，且商业性农险规模逐步增加，太保产险业务的综合成本率有望进一步下降，集团产险业务的承保利润空间扩大可期。

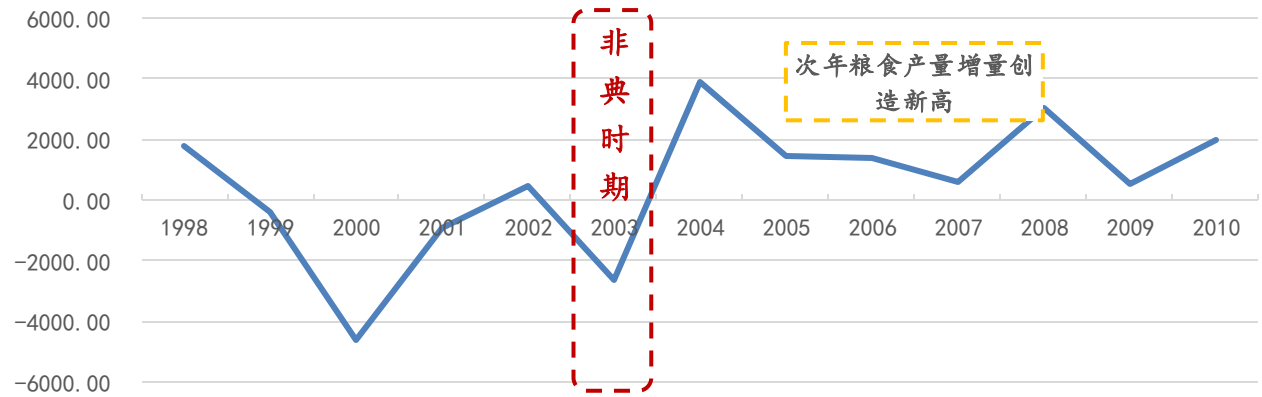
图 48：太保产险板块综合成本率（2016H-2019）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

与车险有所不同，得益于政策支持，疫情期间农险持续保持增长势头，3 月全行业农险保费同比增长 50.82%至 92 亿元，我们认为，疫情造成的短期“去城镇化”持续发酵，业务发力空间有望持续扩大，农险或成为后疫情时期最主要的产险增长点。具体而言，疫情爆发使城镇用工需求出现明显下降，短期内推升第一产业从业人数。着眼中长期，我国耕地闲置问题已逐渐引起各方关注，政府或将顺势而为，适度引导人员向乡村地区流动，并出台更多第一产业扶持政策，提高我国农业生产资料利用效率。以 SARS 时期数据为参考，SARS 在 2002 年底至 2003 年上半年肆虐之后，我国粮食产量增量于次年达到新高，而农业生产活动积极性的提高或将推升农业保险需求。作为农险头部险企，公司农险业务有望再迎发展良机。

图 49：我国粮食产量年增加值（万吨）



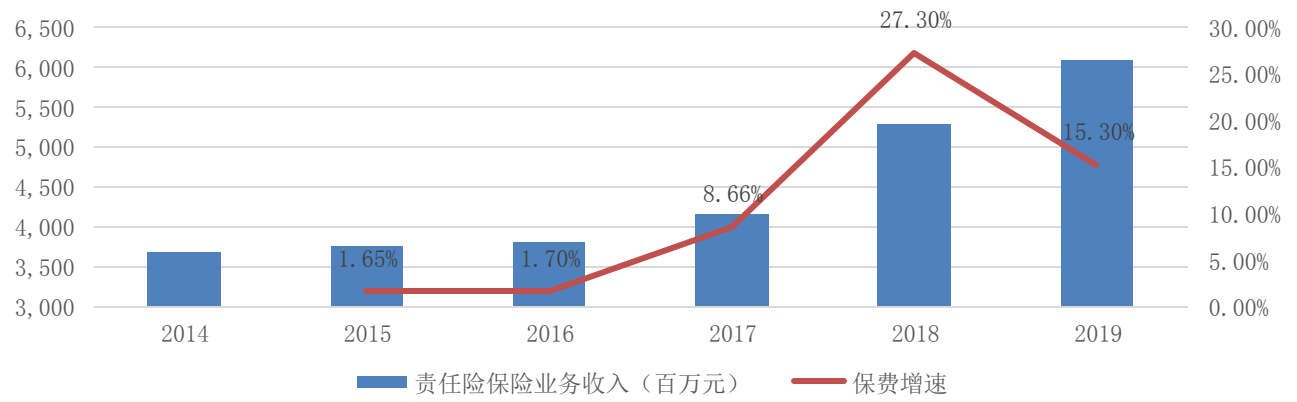
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

目前，太保农险依托在县域保险市场积累的丰富渠道资源、完整的产品体系和优质的产品服务，已经形成了同业短时间内难以复制的竞争壁垒。此外，由于安信农险在江浙等经济强省的深度布局，源源不断的增量需求将为公司业务发展提供强大支撑。未来公司将继续把握政策窗口期，在政策性农险方面巩固自身优势，并带动商业险业务扩大县域布局，实现政策性和商业性业务的高度融合，深耕县域，在潜力巨大的县域保险市场中占得先机，持续为集团贡献价值。我们预计，在产险多元化发展时代，农险将成为太保产险板块中利润贡献能力强、增长速度快的“核心险种”。

3.3.2 责任险业务：法律意识增强推升需求

随着法律制度的不断健全，各类市场主体法律意识的不断增强，责任险逐渐进入人们日常生活的方方面面。基于此，近几年来太保责任险业务实现高速发展，2018 年责任险保费收入超越企财险，一度成为太保非车险板块第一大险种。从近年保费数据中我们看到，2015 年和 2016 年太保责任险保费增速尚不足 2%，2017 年迅速攀升至 8.66%，2018 年更是达到 27.3%，实现增速的“三级跳”，2019 年虽小幅回落至 15.3%，但仍高于产险板块整体增速。

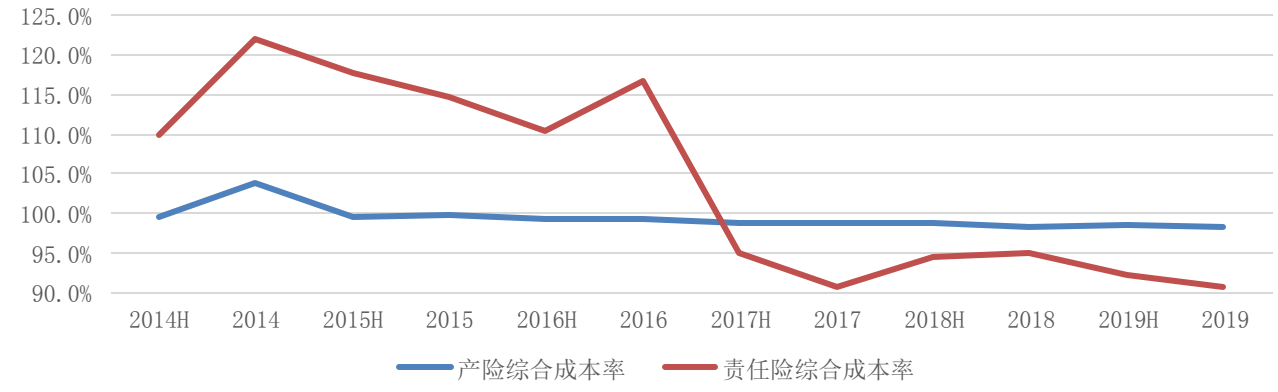
图 50：太保责任险保费收入及增速（2014-2019）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

近年太保在责任险业务流程和成本控制方面做出多项调整，综合成本率于 2017 年成功降至承保盈利区间，并持续稳定在较低水平，已具有较强的利润贡献能力。我们认为，虽然疫情对实体经济的负面影响压制责任险需求，业务增速料将短期回落，但中长期看责任险业务仍具有巨大的发展空间，有望成为太保产险的主力险种之一。

图 51：太保责任险综合成本率（2014H-2019）

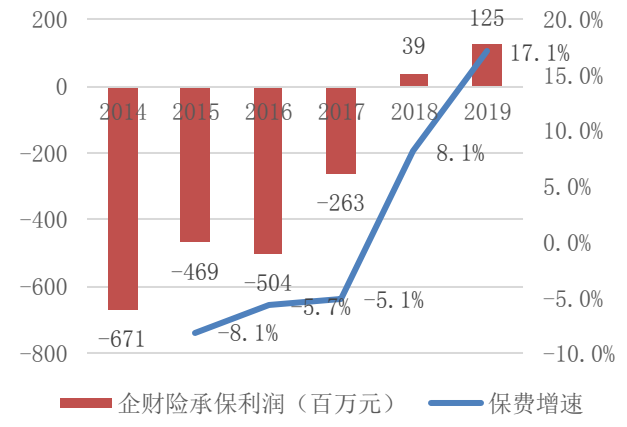


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.3.3 企财险业务：步入正轨，盈利通道打开

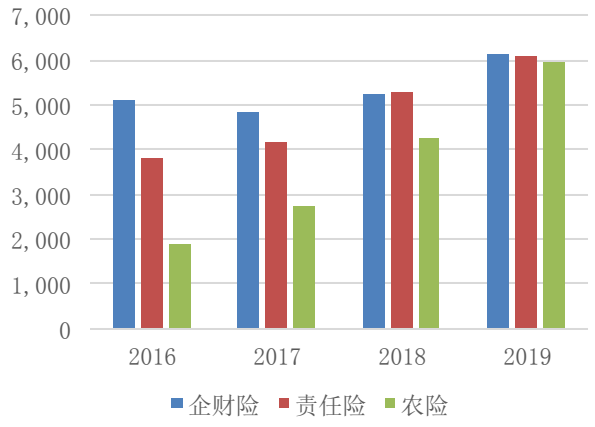
2018 年之前，太保企财险业务长期处于承保亏损状态，2014 年至 2016 年综合成本率始终在 110%以上。作为当时非车险板块保费收入占比最高的险种，企财险业务的持续亏损给产险业务整体盈利带来了不小的压力。近两年上述负面影响有所减弱，主要源于两大变化：一是公司产险业务布局持续调整，企财险保费收入增速持续落后于产险整体增速，2015 年至 2017 年保费增速均为负值，2018 年才回归正增长，这直接导致企财险业务占比逐渐压降，保费占产险总保费的比例从 2014 年的 6.33%下降至 2019 年的 4.61%，虽然 2019 年企财险在产险板块保费收入中仍排名第二，但与责任险和农险的保费收入差距极小，在产险中的重要性已远不及当年。

图 52：太保企财险承保利润和保费增速（2014-2019）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 53：太保企财险、责任险和农险保费收入比较（2016-2019）

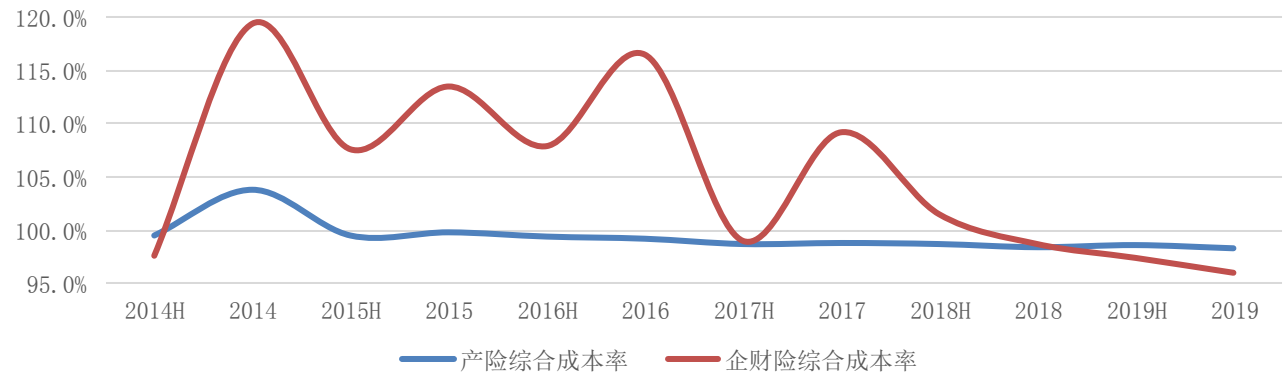


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

另一变化来自于太保企财险业务质地和成本管控能力的改善，经过一系列调整，企财险业务成功于 2018 年首次实现承保盈利，综合成本率降至 98.7%，并于 2019 年进一步降至 96.0%，对产险利润增长的正向

贡献开始显现。

图 54：太保企财险综合成本率（2014H-2019）

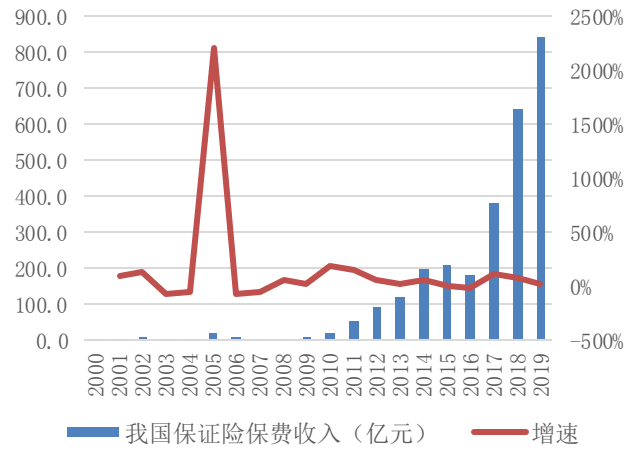


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.3.4 保证险业务：政策收紧，发展不确定性增大

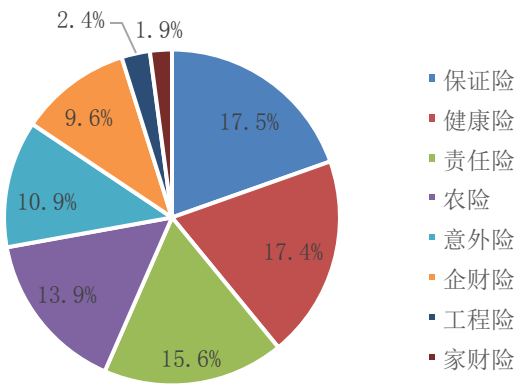
得益于我国信贷市场持续发展带来的大量增信需求，近十年间保证险业务出现爆发式增长，行业保费收入从 2009 年的 8.0 亿元，到 2019 年的 843.7 亿元，十年间增长超 100 倍。但是相较于整个保证险行业的爆发式增长，太保的保证险业务发展较晚且更经营相对稳健。2018 年太保保证险实现保费收入 35.09 亿元，同比大增 122.8%，作为当年保费增速最快的险种首次跻身太保产险板块前五大险种。2019 年太保保证险继续高速增长（60%），在非车业务中的占比也达到 14.1%，板块中排名再提一位。但相较之下，保证险在太保产险版图中的重要性不及行业水平。

图 55：我国保证险保费收入与业务增速情况（2000-2019）



资料来源：中国银保监会，东兴证券研究所

图 56：2019 年产险行业非车险板块原保险保费收入占比



资料来源：中国银保监会，东兴证券研究所

近两年，受宏观经济增速放缓影响，信用风险呈现上升趋势，部分前期在保证险业务上发展势头较猛，市占率较高的险企普遍承受巨大损失，2019 年综合成本率快速升至承保亏损区间。相较同业，太保保证险在实现稳定高增长的同时，综合成本率也控制在较为合理的水平，虽然 2019 年达到 95.5%，同比上升 11.3 个百分点，但是仍远低于公司非车险业务整体水平（99.9%）。

表 3：太保保证险经营情况

	保险业务收入（百万元）	年保费增速	赔款支出（百万元）	准备金（百万元）	承保利润（百万元）	综合成本率(%)
2018	3509	1.228	603	3873	256	84.20%
2019	5616	0.6	1108	6727	125	95.50%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

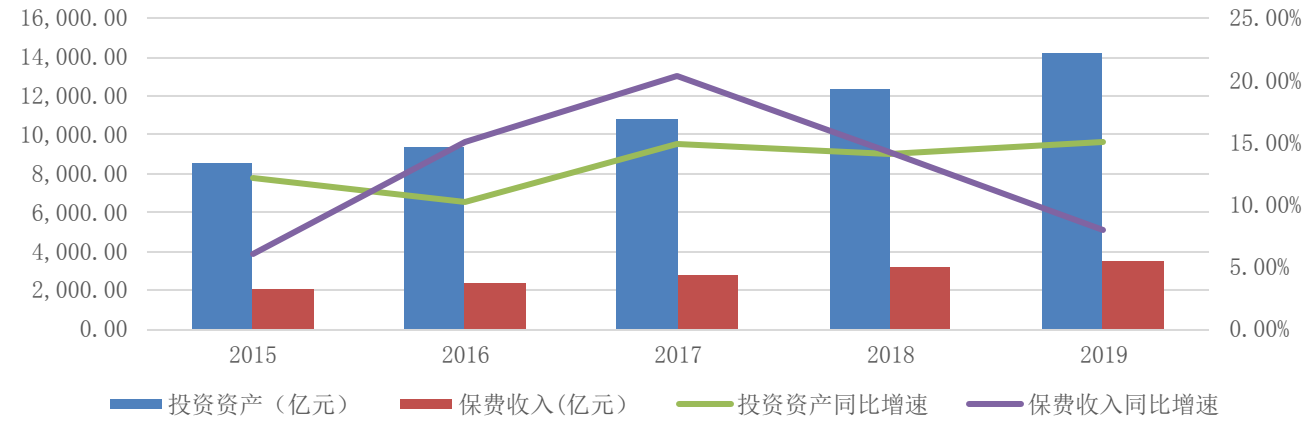
2020 年 5 月 28 日，银保监会发布《信用保险和保证保险业务监管办法》，进一步规范保证险经营行为，防范化解风险，保护消费者合法权益。而年初疫情的爆发，使今年宏观经济形势更加严峻，预计信用风险也将加快释放。叠加近期监管政策的持续收紧，保证险业务或将在今年迎来转折点，前期野蛮生长模式已成为过去式，未来业务增速将会显著放缓，运营能力和风控能力料将成为制约未来险企发展保证险业务的关键。我们认为，作为上市龙头险企，太保长期秉承稳健的经营风格，有实力应对未来保证险市场可能出现的各种变化，在该险种上实现长期稳定发展。

4. 投资组合：坚持价值投资，行稳致远

4.1 投资资产规模稳步提升

受益于保险业务收入的持续增长，太保的投资资产规模也稳步提升，且其增速较保费增速更为平滑。2019 年底集团投资资产规模按年化计算增长 15.09%至 14192.63 亿元，高于 2018 年同期。随着太保转型 2.0 的持续推进，预计未来五年负债端将厚积薄发，进而带动投资资产规模稳步扩大，年化复合增速有望保持在 10%以上。

图 57：太保投资资产与保费总规模及增速对比（2015-2019）



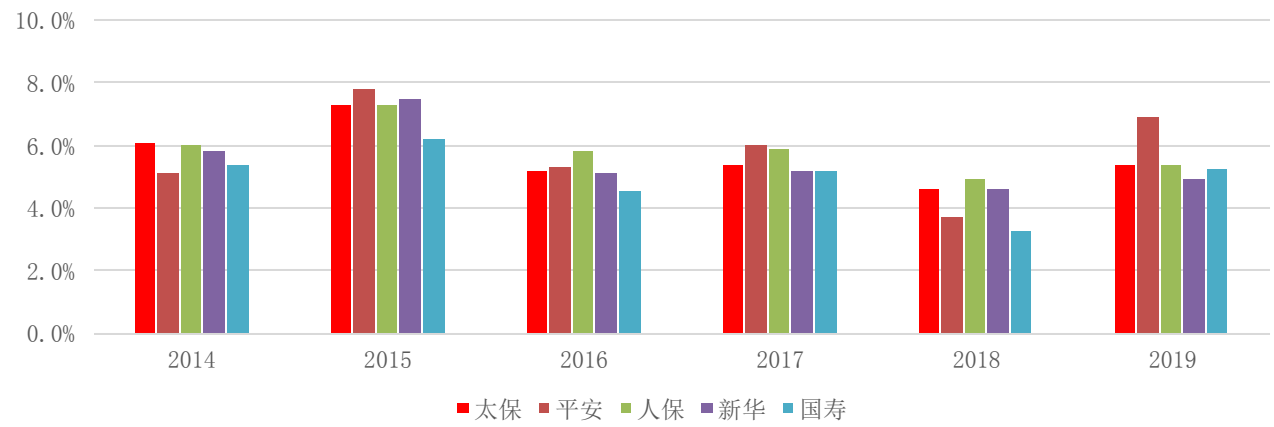
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.2 投资收益率较同业更为稳定

投资收益是太保净利润的重要组成部分，同时也是影响寿险业务保单收益率的关键因素之一。近两年，受宏观经济环境变化、利率进入下行通道和权益市场波动加剧等因素影响，各大险企投资端均承受着较大压力。但依靠更为稳健的投资资产配置结构，在面对资本市场剧烈波动之时，太保投资组合的稳定性较主要同业更为显著，有望收获相对确定且可观的投资收益。

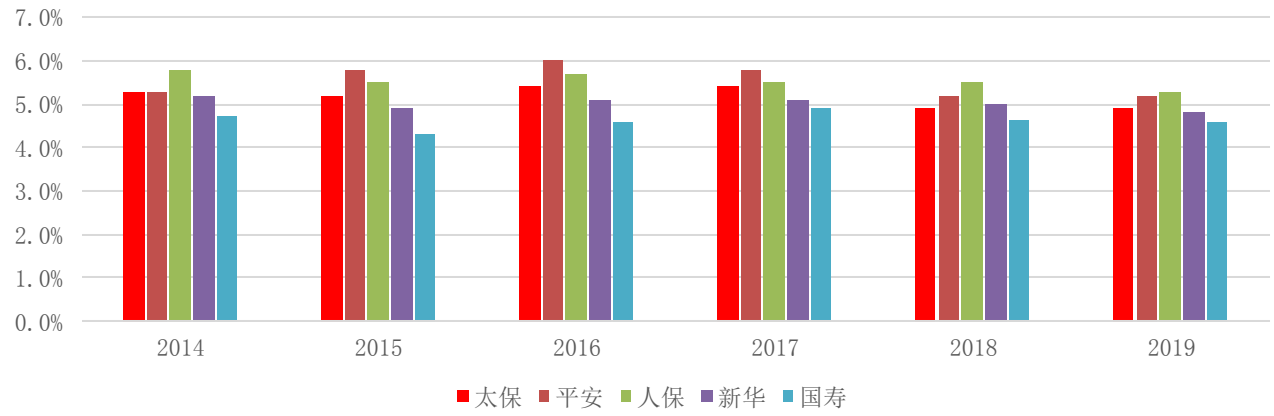
2018 年权益市场持续调整，风险成倍放大，在该极端市场中太保总投资收益率仅同比下降 0.8 个百分点，而同期平安和国寿降幅分别为 2.3%和 1.9%。全年总投资收益率达 4.6%，在主要上市险企中排名第二。2019 年权益市场回暖，公司总投资收益率回升至 5.4%。2020 年初，在全球新冠疫情黑天鹅影响之下，各主要市场均遭受不同程度的冲击，保险公司的投资能力再次经受巨大考验，太保也不例外，一季度总投资收益率回落至 4.5%。但我们认为，凭借稳健的投资组合和对风险的良好管控，伴随疫情对全球市场的影响逐步减弱，太保 2020 年总投资收益率仍有望维持在投资收益率 5%假设以上，为公司内含价值带来正向贡献。

图 58：上市险企总投资收益率（2014-2019）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

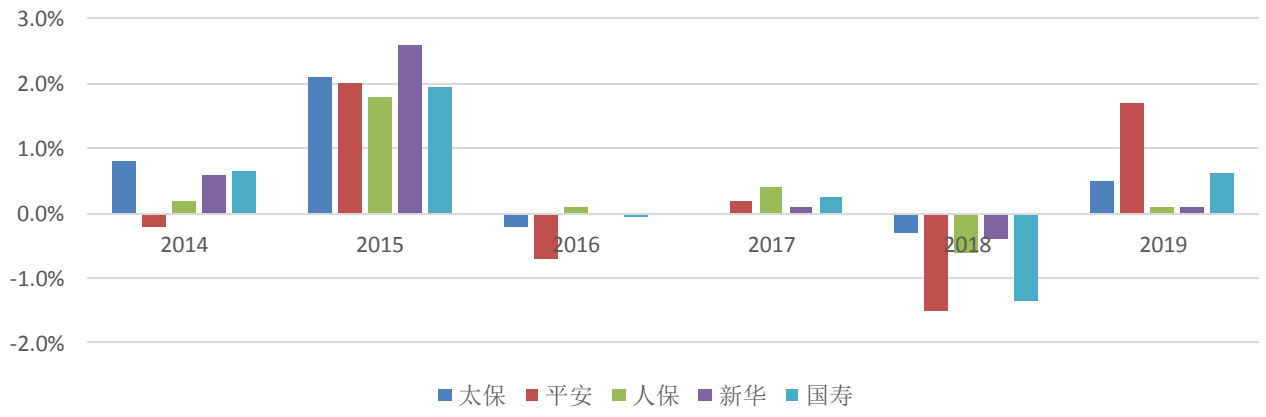
图 59：上市险企净投资收益率（2014-2019）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

在市场剧烈波动中险企投资收益的稳定显得尤为可贵，我们认为，相较于将总收益率和净收益率进行直接比较，“总投资收益率-净投资收益率”这一指标能更好地统计险企投资收益受市场波动影响的幅度，反映险企投资的“价值属性”，其差值越大说明公司投资更注重短期资本利得，收益随市场变化波动越大。分析过往数据发现，2014 年太保的收益率差值在主要上市同业中排名第一，资本利得占投资收益比例较高，更好地把握了当年波澜壮阔的权益市场行情。而 2016 年之后，随着市场投资环境的变化，太保投资策略由积极转向稳健，收益率差值在同业中排名逐渐下降，2019 年总投资收益率与净投资收益率的差值仅为 0.5%（同时期平安差值为 1.7%），成为同业中稳健投资的典型代表。特别是在 2018 年极端熊市阶段，太保“总-净”为-0.3%，大幅优于上市同业，有效控制了权益市场低迷对投资收益率的负面影响。从近年太保投资策略的转变可以看出太保有能力根据市场变化积极调整投资策略，在不错过牛市高收益的同时，也能在市场不景气时期保持收益的相对稳定，从而给予产品设计更大空间，更好地服务保险主业。

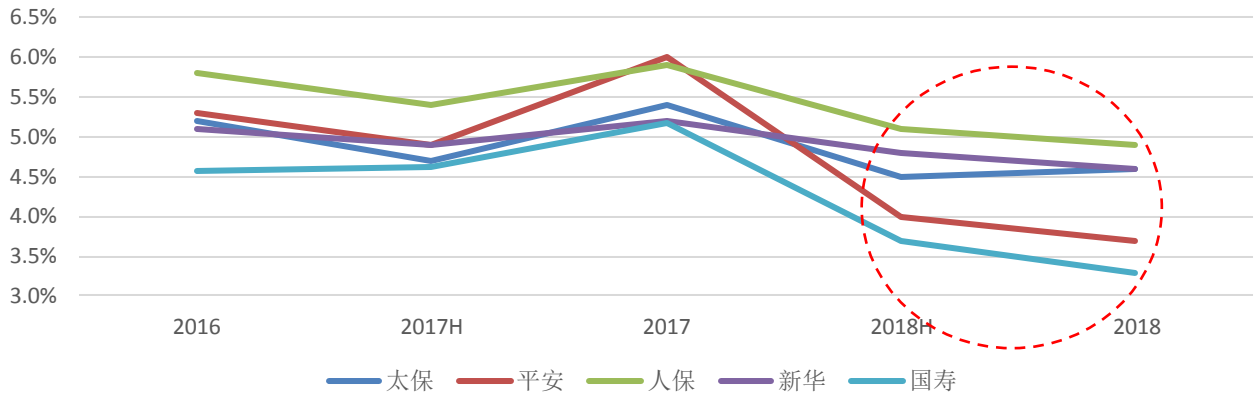
图 60：我国主要上市险企总投资收益率与净投资收益率的差值（2014-2019）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

从资产配置结构上看，太保的投资收益率相较其他上市险企更加稳定的重要原因在于投资资产中债券资产发挥了“稳定器”作用，使太保对权益市场波动的敏感度低于其他险企。在 2017 年和 2018 年比较典型的“股牛债熊”和“股熊债牛”股债市场反向阶段，通过观察各主要上市险企总投资收益率可以看出，在 2017 年权益市场快速反弹之际，太保的收益率增幅略低于上市同行，相比平安当年增长 1.1 个百分点至 6.0%，太保的总投资收益率仅从 4.7%增至 5.4%。但是在 2018 年权益市场低迷之时，太保投资端虽然也受到了市场影响，但得益于当年债券市场的良好表现，太保三四季度的投资收益率降幅明显小于其他险企，年化总投资收益率仍达 4.6%，高配债券的正向影响一览无余。新冠疫情之下全球权益市场波动加剧，太保投资端配置的债券资产或将继续发挥效用，使全年投资收益率继续位居上市同业中的较高水平。

图 61：2017 年和 2018 年主要上市险企总投资收益率变化情况

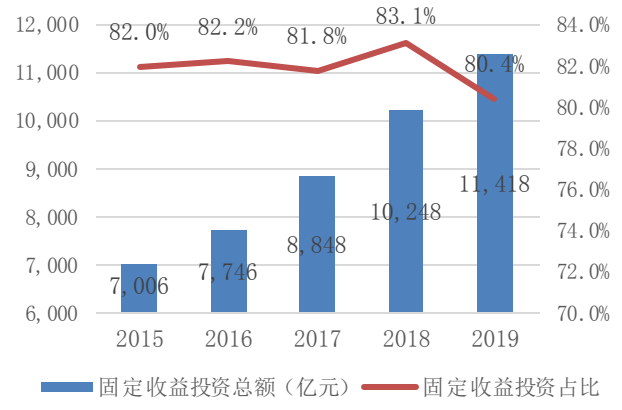


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.3 低利率时代，投资组合在低风险模式下寻找新机会

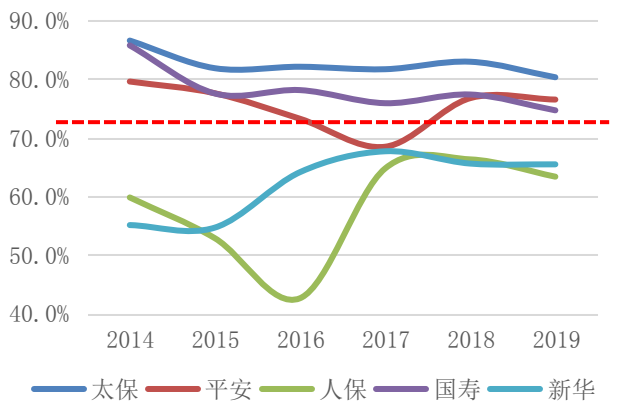
通过建立基于负债特性的跨宏观经济周期的战略资产配置体系，积极把握市场机遇，合理调整投资组合，太保近年成功将投资收益率稳定在较高水平。从资产配置角度看，公司投资重心突出，是上市同业中唯一一家固定收益类资产占比长期保持在 80%以上的险企。

图 62：固定收益类投资总额及占比（2015-2019）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

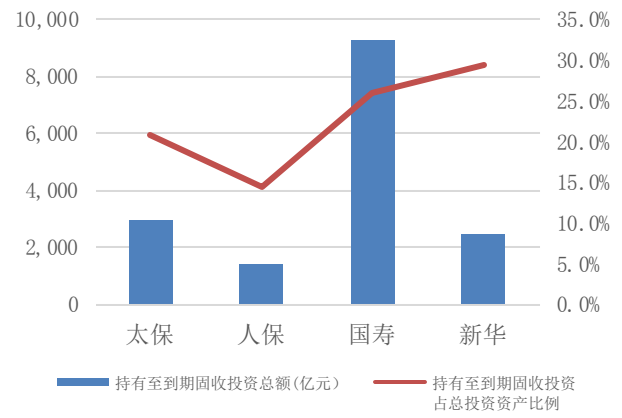
图 63：上市险企固定收益类投资占比（2014-2019）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

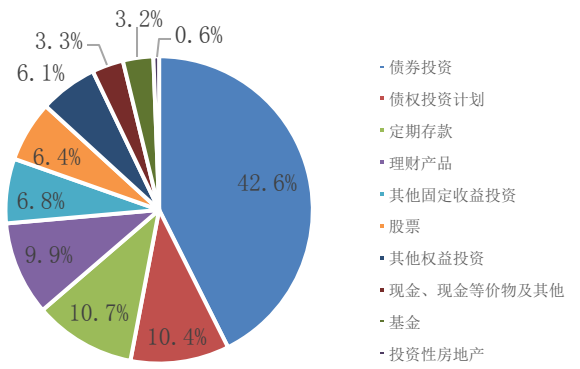
作为固定收益类资产的重要组成部分，2019 年债券（42.6%）及债券投资计划（10.7%）是太保投资资产组合中占比最大的两项。当年固定收益类资产占比达到 80.4%，而纯股票类金融资产占比仅为 6.4%，**这也反映出公司并不是“顺股债周期”投资策略的坚定执行者，具备一定的抗周期属性。**同时我们看到，太保投资组合中持有至到期的固定收益资产占总投资资产比例约为 20.8%，在上市同业中高于人保，低于国寿和新华，相较之下其再配置的压力并不高。

图 64：2019 年主要上市险企持有至到期固收资产配置情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 65：2019 年太保投资资产组合结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

总的来看，对比其他上市险企，太保权益类资产配置比例明显偏低，而债券类配置比例较高，但近几年通过加大对非标资产的配置，保险资产投资组合表现更为稳健。近两年随着利率快速下行，持有至到期的固定收益类资产的再投资压力显著增大，且权益占比过低无法享受股票市场上涨所带来的红利，投资资产组合的再调整仍是太保投资端面临的首要问题。

债券投资：受中长端利率整体下行的影响，太保近年债券投资资产比例有所下降，2019 年债券投资占总投资资产的 42.6%，较 2018 年末下降 3.7 个百分点。国债、地方政府债、政策性金融债占债券投资比重为 37.9%，较 2018 年末上升 3.6 个百分点，平均久期 15.2 年，择利率高点拉长债券配置久期的策略非常明确。在企业债及非政策性银行金融债中债项或其发行人评级 AA/A-1 级及以上占比达 99.7%，AAA 级占比达 90.6%，风险敞口较小。依托专业的信用风险管理团队和信用风险管理制度，公司的信用风险得到了有效管控。

非标资产投资：近几年受债券收益率下行影响，太保主动提升在非标资产上的配置比例，截至 2019 年末非公开市场融资工具投资 2972.15 亿元，占投资资产 20.9%，较 2018 年末上升 0.7 个百分点，非标资产配置比例已经达到行业平均水平。公司所持的非标资产中 98.4%具有外部信用评级，其中 94.4%为 AAA 级，AA+级及以上占比达 99.9%。公司注重非标资产投资的长期确定性，将投向锁定在基础设施、非银金融、交通运输等经营高确定性行业，且集中于经济发达及沿海地区，风险有望控制在较低水平。目前公司持有非标资产的加权平均剩余期限仍有 4.2 年，整体名义投资收益率 5.6%，为未来几年维持稳定且较高水平的净投资收益率提供了保障。

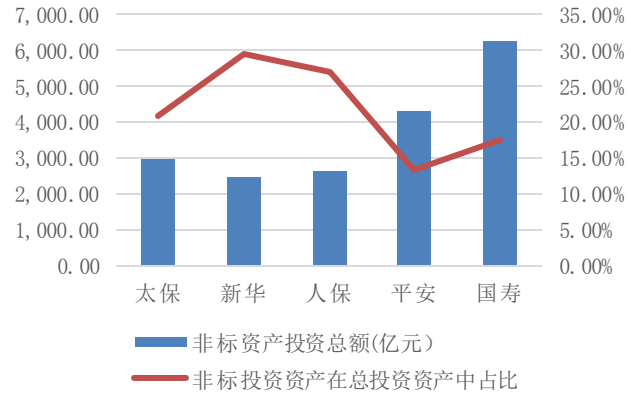
表 4：太保 2019 年非标资产情况

行业	投资占比(%)	名义投资收益率(%)	平均期限(年)	平均剩余期限(年)
基础设施	27.2	5.7	7	5
非银金融	23.9	5.2	4.5	2
交通运输	15.2	5.7	5.9	4
不动产	14.6	5.5	9	5.9
能源、制造业	10	5.7	5.7	3.4
其他	9.1	5.8	7.8	6.4
总计	100	5.6	6.5	4.2

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

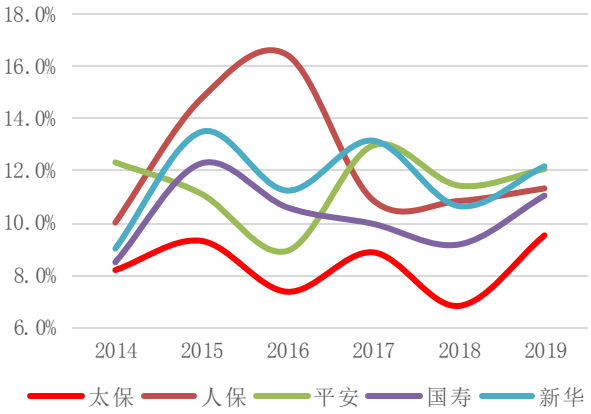
权益类投资：2019 年太保权益类投资占比 15.7%，较 2018 年末提升 3.2 个百分点，其中股票和基金占比 8.3%，较 2018 年末提升 2.7 个百分点。长期以来，公司的股票与基金投资占比明显低于同业，长期维持在 8%上下，而上市同业大多超过 10%。较低比例的权益类资产配置使得太保的利润波动受权益市场波动的影响较小。稳健型资产配置虽然在部分时期牺牲了 β 机会，但是在权益市场表现不佳的年份也为公司投资端带来较为稳定的收益。

图 66：2019 年上市险企非标资产配置情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 67：上市险企“股票＋债券型基金＋权益型基金”投资占比（2014-2019）

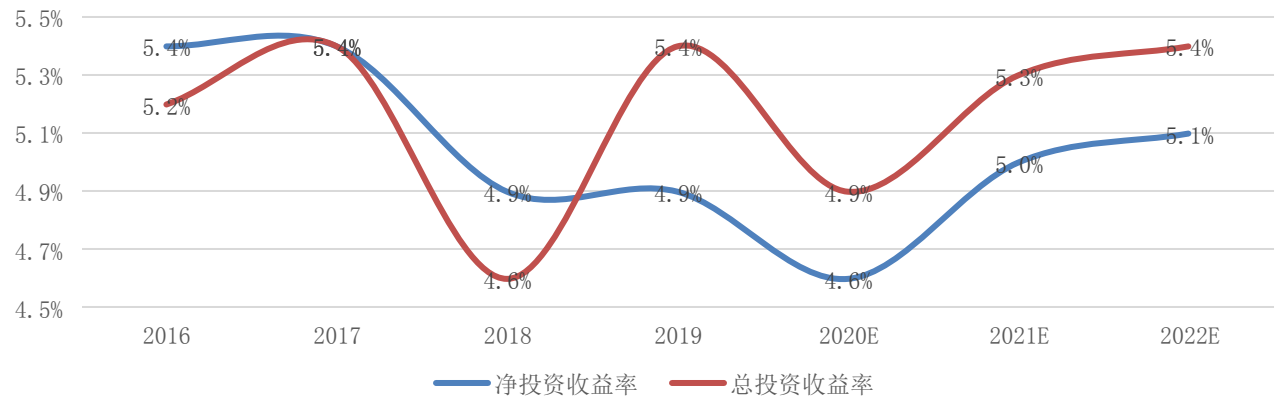


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.4 未来展望：持续看好未来太保投资端表现

预计 2020 年股市先抑后扬，以年初为基准指数最大涨跌幅约为 20%。债市方面，预计 2020 年国债收益率将继续下行，且幅度大于 2019 年，十年期国债收益率中枢预计在 2.6%左右。基于上述假设我们认为，得益于多年坚持“长期投资、价值投资、稳健投资”的投资策略，太保偏稳健的资产配置组合将为投资端提供较强支撑，预计公司投资收益率仍将继续维持相对稳定，大概率保持在 5%的投资收益率假设之上，在同业中仍然处于中上水平。

图 68：太保投资收益率预测（2016-2022E）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

在资产配置方面，受中长端利率快速下行影响，债券类资产配置比例将进一步下降，但下降幅度将逐步趋缓。由于市场上优质非标资产供给比较有限且公司现有非标资产占比已经在同业中处于中上水平，未来进一步提升的空间不大。同时，随着 IFRS9 准则的实施，以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产的价格波动将不计入会计利润，太保将更倾向于增配高分红、低价格波动的权益类资产，在进一步降低公司净利润波动的同时实现公司价值的稳健提升。

表 5：太保投资资产组合预测（2017-2022E）

投资资产	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
固定收益类	81.80%	83.10%	80.40%	80.30%	80.10%	79.50%
债券	48.20%	46.30%	42.60%	41.30%	40.20%	39.90%
定期存款	9.60%	10.40%	10.40%	10.30%	10.80%	10.50%
债券投资计划	8.60%	10.90%	10.70%	11.70%	11.90%	12.20%
理财产品	8.30%	8.40%	9.90%	10.10%	10.70%	10.50%
其他固收	7.10%	7.10%	6.80%	6.90%	6.50%	6.40%
权益投资类	14.60%	12.50%	15.70%	15.30%	15.90%	16.20%
股票	5.50%	4.10%	6.40%	6.10%	6.70%	6.70%
基金	3.40%	2.70%	3.20%	3.30%	3.50%	3.70%
其他权益类	5.70%	5.70%	6.10%	5.90%	5.70%	5.80%
投资性房地产	0.80%	0.70%	0.60%	0.70%	0.70%	0.70%
现金及等价物	2.80%	3.70%	3.30%	3.70%	3.30%	3.60%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

5. GDR 发行或将是利空出尽的信号

继华泰证券 GDR 在伦交所成功发行后，中国太保成为第二家在伦交所发行 GDR 的金融企业。6 月 2 日，公司发行 GDR 获证监会核准，同时公告引入瑞再集团全资子公司 Swiss Re 作为基石投资者。伦敦当地时间 6 月 17 日太保 GDR 开始附条件交易，6 月 22 日正式在伦交所上市，如超额配授权全部行使，发行的 GDR 所代表的基础证券为 565,803,000 股 A 股，募集资金总额为 19.92 亿美元。此次发行将成为太保国际化进程的重要一步，利好公司中长期价值提升。

表 6：中国太保 GDR 发行重要事件

时间	事件
2019.09.23	董事会审议通过关于公司发行 GDR 并在伦敦证券交易所上市的议案
2019.11.08	股东大会审议通过公司 GDR 发行议案
2020.06.02	证监会批准公司 GDR 发行事宜
2020.06.02	公司引入 Swiss Re 作为基石投资者，原则上认购锁三年
2020.06.17	公司 GDR 附条件交易
2020.06.22	公司 GDR 正式在伦交所上市

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

但近期太保的股价表现并不尽如人意，与华泰 GDR 发行全流程中股价跑赢上证 50、申万证券 II 指数和另外几家头部券商的优异表现不同，自 2019 年 9 月首次提出 GDR 发行计划后，公司股价长期跑输板块。除受自身业务状况影响外，发行 GDR 亦或成为股价的负向干扰项。追根溯源，因 A 股股价高于 GDR 价格所产生的跨市场无风险套利机会，“先行者”华泰证券 GDR 上市至开放兑回日期间（120 日）的 A 股股价下跌近 17%，开放兑回日后一个交易日又下跌 5.7%，或对投资者的太保投资策略产生影响。

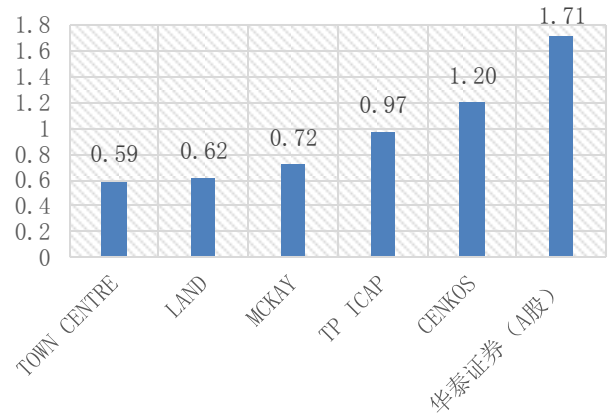
表 7：华泰证券发行 GDR 全流程与申万证券 II 指数及上证 50 指数相对涨跌幅

	华泰证券-申万证券 II	华泰证券-上证 50
华泰 GDR 发行全周期 (2018.09.25-2019.06.20)	7.92%	39.56%
华泰发行 GDR 至限制兑回期后一个交易日 (2019.06.21-2019.10.21)	-13.35%	-20.64%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

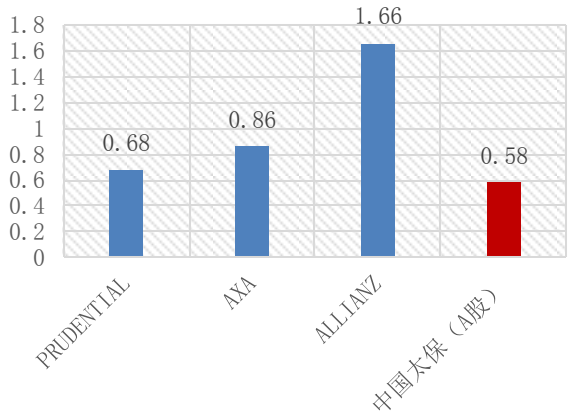
我们对比华泰证券 GDR 发行时点前后华泰 A 股估值和伦交所上市证券标的估值发现，当时华泰 A 股估值显著高于伦交所可比证券公司估值，为确保 GDR 顺利发行，发行价格对应估值必将大幅低于 A 股估值，跨市场无风险套利机会随即出现。为弥合市场间价差，GDR 发行后华泰 A 股股价下跌成为必然事件。

图 69:华泰证券与伦交所上市证券公司 PB比较(2019/06/20)



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 70：中国太保和伦交所上市保险公司 PEV 比较（2020/06/19）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

而和伦交所上市保险公司相比，当前中国太保 A 股 PEV（20）估值不仅不高，甚至偏低。且太保 GDR 发行价格 17.60 美元，6 月 19 日收盘价 18.06 美元，折算后对应 A 股价格约为 25.8 元，和当前 A 股股价 28 元相比之折价不足 10%，如考虑时间成本、交易手续费成本和换汇成本，再考虑到部分杠杆交易投资者的融券成本，无风险套利机会几可忽略不计，故出现类似于华泰 GDR 发行限制兑回期内股价大幅波动的可能性微乎其微。

从首次公告发行 GDR（2019.9.23）至 2020 年 6 月 19 日，太保绝对收益-21.64%，与申万保险 II 指数的相对收益为-6.33%，与新华保险和中国人寿的相对收益甚至达到-11.10%和-18.88%。从保险股投资逻辑和中长期价值角度看，这种差异或受到一定的非理性因素扰动。太保 GDR 成功发行或将成为利空出尽的信号，负相对收益有望快速收窄。配合疫情对负债端、利率、二级市场等的影响逐步消退，公司估值有望持续修复。

表 8：中国太保和保险指数及各上市险企相对收益（2019/09/23-2020/06/19，%）

相对收益	中国太保
申万保险 II	-6.33%
中国平安	-4.82%
新华保险	-11.10%
中国人寿	-18.88%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

6. 盈利预测与估值

我们使用分部估值法对中国太保这一综合型保险集团进行估值，其中，对于寿险业务板块我们采用 PEV 估值方法；财险和其他（主要组成为资产管理业务）板块则采取 PB 的方式，之后将各子业务板块估值加总即可得到太保集团的整体估值。

6.1 寿险板块——PEV 估值

在行业环境和公司战略转型的双重影响下，近年来太保寿险板块新单保费承压致使首年保费增速下滑，年初爆发的疫情黑天鹅事件在短期内令上述情况雪上加霜。然而，当下太保正处于转型瓶颈期的尾端，随着转型 2.0 进入发力期，业务结构转型叠加代理人队伍优化预计将对首年保费形成强力支撑，因此，我们推算未来三年太保寿险首年保费增速分别为-2.67%、17.83%和 17.73%。在价值转型的指引下，随着高价值保障性险种占比的不断提升，预计公司 NBVM 将重新步入增长区间，并于未来三年分别达到 41.5%、43.5%和 43.8%。综上，我们预测 2020 年至 2022 年太保寿险 NBV 增速将分别达到-6.77%、23.51%和 18.54%。

表 9：太保寿险 NBV 预测（2018A-2022E，百万元、%）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
新业务价值首年保费	62116.0	56773.0	55255.5	65109.6	76655.1
NBVM	43.66%	43.33%	41.50%	43.50%	43.80%
NBV	27120.0	24597.0	22931.0	28322.7	33574.9
NBV 增速	1.49%	-9.30%	-6.77%	23.51%	18.54%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

我们通过内含价值变动分析的对太保寿险业务内含价值进行预测，结果如下表所示。预计 2020 年至 2022 年太保寿险业务内含价值增速将分别达到 16.74%、18.90%和 19.08%。

表 10：太保寿险业务内含价值预测（2018A-2022E，百万元、%）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
年初寿险内含价值	214,037	258,428	305,521	356,664	424,066
内含价值预期回报	20,792	23,924	27,323	34,295	41,252
一年新业务价值	27,120	24,597	26,709	32,730	38,957
营运经验差异	-172	3,815	3,273	4,735	4,298
评估方法、假设和模型的改变	-1,085	-505			
分散效应	2,827	2,602	2,524	2,675	2,863
寿险业务内含价值营运利润	49,482	54,433	59,829	74,436	87,370

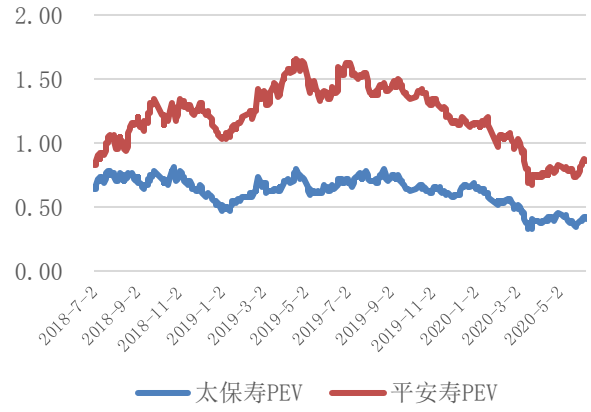
投资收益差异	231	5,042	3,887	5,539	6,101
市场价值调整变化	3,001	215			
寿险业务内含价值价值利润	52,714	59,690	63,716	79,975	93,470
资本注入	-	-	-	-	-
股东股息	-8,420	-12,630	-12,630	-12,630	-12,630
其他	97	34	57	57	57
寿险业务内含价值	258,428	305,521	356,664	424,066	504,964
寿险业务内含价值增速	20.74%	18.22%	16.74%	18.90%	19.08%
ROEV	23.12%	21.06%	19.58%	20.87%	20.60%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

对于寿险 PEV 的测算，我们首先使用集团市值减去非寿险业务市值总和来测算寿险板块市值，之后除以当期寿险内含价值得到寿险历史 PEV。中国太保的非寿险业务主要包括财产保险和以资产管理为主的其他业务，针对当前行业大环境，从 2018 年中到 2020 年 2 月，我们给予这两个板块 1.0xPB 估值；2020 年 2 月之后受新冠疫情影响集团整体估值中枢下挫，因此我们将短期内财险及其他业务的估值小幅下调至 0.9xPB。基于上述假设，太保寿险 PEV 在近两年大致位于 0.35 至 0.81 的区间内，当前水平处于 0.5 左右。以同业标杆中国平安作为参照，我们采用相同的方式计算平安寿险 PEV。平安集团的业务结构多元化程度更高，除保险主业外同时覆盖银行、证券、信托、科技和资产管理及其他业务，参考中国平安各子板块的经营状况以及在各自行业所处的位置，我们分别给予平安财险以及上述五大多元金融服务板块（包括银行、证券、信托、科技、资产管理及其他）1.3x、1.1x、1.8x、1.2x、3x 和 1.2xPB 的估值水平，由此测算近两年平安寿险 PEV 大致处于 0.67 至 1.66，与太保寿险 PEV 相比具有 0.17 到 0.93 的估值溢价。

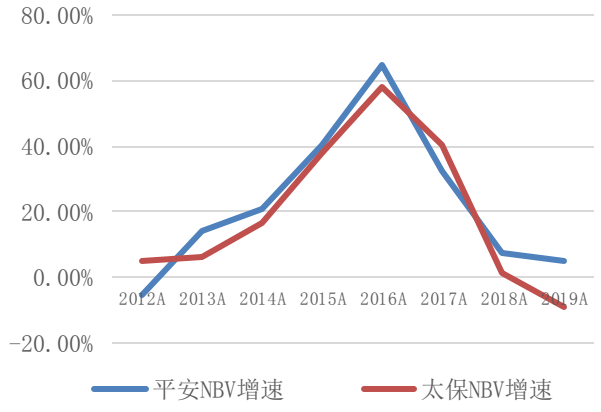
太保寿险与平安寿险 NBV 均经历了 2016 年之前的高速增长和 16 年之后受制于政策和经济大环境的迅速回落，变化趋势高度一致，太保寿险增速整体上略低于平安寿险。当前，转型瓶颈期叠加疫情影响使得太保寿险 NBV 增速触达历史低点，进而压低 PEV 估值预期。然而我们认为，短期内市场回暖叠加疫情缓解后负债端或将出现的报复性反弹有望推动公司估值修复;从长期来看,太保转型 2.0 即将进入发力期，寿险业务价值转型加速和代理人质态升级均对寿险板块估值提供有力支撑，同时，对康养产业和金融科技领域的不断深耕有望构筑新的护城河。我们相信价值转型将为公司注入新的增长活力，太保寿险业务量质齐升是大概率事件,看好其基本面持续改善,因此我们在 2020 年至 2022 年给予太保寿险板块 0.55、0.62 和 0.7 的 PEV 估值倍数。

图 71：太保寿和平安寿 PEV （2018.7-2020.6）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 72：太保寿险和平安寿险 NBV 增速（2012-2019，%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

6.2 产险及其他板块——PB 估值

目前我国财产险市场竞争日趋激烈，结构也在不断变化。从保费结构看，车险业务利润贡献能力下降，非车险需求仍处于探索开拓阶段；而从市场竞争层面分析，近期政策逐渐收紧，行业自律加强之下行业经营更为规范，大型财产险公司地处竞争高地，不断抢占中小型险企市场份额。太保产险作为市场中第三大财产险公司，市场份额长期稳定在 10%左右，随着公司内部改革成果的逐渐显现和外部政策及市场环境对于头部产险公司利好的持续释放，太保产险市占率有望进一步提升。目前太保产险经营稳健，公司对于车险费改已充分适应，非车险业务也拥有巨大发展潜力，且综合成本率不断改善，故我们对公司长期经营能力充满信心。预计未来三年太保产险净资产增速分别为 10.5%、11.7%和 10.8%，并在 2020 年至 2022 年分别给予其 1.1、1.15 和 1.2 倍的 PB 估值。

2019 年，太保集团除寿险和产险外的其他业务对应净资产为 858.35 亿元，同比增长 15.7%，我们预计未来三年的净资产增速分别为 13.2%、14.9%和 13.5%，给予 1.05、1.1 和 1.1 倍的 PB 估值。

表 11：太保产险及其他版块估值

		2019	2020E	2021E	2022E
太保财险	净资产（亿元）	412.69	456.02	509.38	564.39
	增速	12.30%	10.50%	11.70%	10.80%
	PB		1.10	1.15	1.20
其他	净资产（亿元）	858.35	971.65	1,116.43	1,267.15
	增速	15.70%	13.20%	14.90%	13.50%
	PB		1.05	1.10	1.10

资料来源：Wind、东兴证券研究所

6.3 估值汇总

表 12：中国太保估值情况汇总

		2020E	2021E	2022E
太保寿险	寿险业务内含价值（亿元）	3,566.64	4,240.66	5,049.64
	PEV	0.55	0.62	0.70
	市值（亿元）	1,961.65	2,629.21	3,534.75
太保财险	净资产（亿元）	456.02	509.38	564.39
	PB	1.10	1.15	1.20
	市值（亿元）	501.62	585.78	677.27
其他	净资产（亿元）	971.65	1,116.43	1,267.15
	PB	1.05	1.10	1.10
	市值（亿元）	1,020.23	1,228.07	1,393.86
集团	市值	3,483.50	4,443.06	5,605.88
	股本(亿股)	95.76	95.76	95.76
	目标价	36.38	46.40	58.54

资料来源：Wind、东兴证券研究所

7. 风险提示

宏观经济超预期下行风险，政策力度不及预期风险，利率持续下行致资产端和准备金计提承压风险，保障型保单销售情况不及预期风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位：亿元	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资产：					
货币资金	153.2	148.7	178.5	160.6	152.6
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	118.4	49.3	48.5	54.6	61.3
其中：交易性金融资产	118.4	49.3	48.5	54.6	61.3
可供出售金融资产	4158.7	5118.2	5729.0	7177.9	8642.7
持有至到期投资	2847.4	2952.5	3060.1	3228.3	3386.2
买入返售金融资产	231.0	280.5	362.6	473.0	626.6
应收保费	120.6	179.2	152.7	142.8	147.4
应收利息	192.8	194.9	197.9	201.8	206.5
应收分保账款	69.5	53.4	57.3	64.9	73.7
应收分保未到期责任准备金	57.8	63.9	69.5	76.3	83.2
应收分保未决赔款准备金	60.2	68.4	62.9	69.7	65.1
应收分保寿险责任准备金	18.8	18.8	18.8	18.8	18.8
应收分保长期健康险责任准备金	97.8	104.5	115.5	124.0	132.3
归入贷款及应收款的投资	2720.2	3240.1	3888.2	4471.4	5097.4
使用权资产	0.0	41.3	41.3	41.3	41.3
保户质押贷款	491.9	571.9	634.9	730.1	839.6
长期股权投资	174.7	204.4	296.4	400.2	480.2
存出资本保证金	67.4	66.6	71.5	72.5	73.0
固定资产	150.6	163.8	170.0	178.0	180.0
在建工程	33.9	19.9	18.0	17.5	17.0
无形资产	28.9	36.5	45.7	57.1	71.3
商誉	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6
递延所得税资产	23.8	8.6	9.9	11.7	14.2
投资性房地产	85.4	82.8	100.0	105.0	111.8
定期存款	1284.0	1477.6	1690.0	1550.0	1500.0
其他资产	159.1	124.0	171.0	127.6	106.9
资产合计：	**13359.6**	**15283.3**	**17203.6**	**19568.7**	**22142.6**
负债：	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
卖出回购金融资产款	750.8	783.7	830.7	888.8	959.9
预收保费	163.8	210.0	223.6	235.8	239.1
应付手续费及佣金	45.2	43.6	45.7	51.6	59.4
应付分保账款	62.3	45.4	45.8	47.6	49.1
应付职工薪酬	49.7	55.7	59.2	66.6	74.0
应交税费	92.5	21.7	24.9	29.4	35.6
应付利息	5.9	5.2	4.3	4.5	4.6
应付赔付款	207.9	217.1	211.2	279.9	301.6
应付保单红利	265.0	254.5	234.1	237.6	232.9
保户储金及投资款	623.3	755.8	869.1	1008.2	1129.2
未到期责任准备金	494.6	619.8	777.1	973.2	1215.5
未决赔款准备金	388.6	425.0	449.1	427.8	386.8
寿险责任准备金	7872.8	8912.0	10005.7	11197.4	12514.9
长期健康险责任准备金	440.7	723.5	1080.2	1500.3	1973.8
保费准备金	4.1	3.5	3.8	3.6	3.7
应付债券	139.9	99.9	117.9	102.5	100.0
递延所得税负债	11.7	29.1	16.9	15.2	16.4
租赁负债	0.0	36.7	36.7	36.7	36.7
其他负债	200.5	208.1	228.9	263.3	302.8
负债合计：	**11819.1**	**13450.1**	**15264.9**	**17370.0**	**19635.9**

资产负债表					单位：亿元
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
所有者权益：					
股本	90.6	90.6	95.8	95.8	95.8
资本公积金	666.4	666.5	666.5	666.5	666.5
其它综合收益	27.9	129.5	59.5	54.3	57.2
盈余公积金	48.4	48.4	48.4	48.4	48.4
未分配利润	546.1	706.0	899.5	1135.9	1405.4
一般风险准备	116.4	143.3	169.1	197.8	233.4
归母净资产	1495.8	1784.3	1884.8	2136.8	2437.3
少数股东权益	44.7	48.9	53.8	61.9	69.3
所有者权益合计：	**1540.5**	**1833.2**	**1938.6**	**2198.7**	**2506.7**
负债与所有者权益合计：	**13359.6**	**15283.3**	**17203.6**	**19568.7**	**22142.6**

利润表					单位：亿元
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入：					
已赚保费	2997.2	3132.5	3435.8	3876.6	4387.6
其他收益	1.4	1.3	1.1	1.2	1.5
投资收益	534.8	677.6	703.7	817.2	840.2
公允价值变动收益	-21.7	8.0	-3.6	15.3	10.0
汇兑收益/（损失）	0.5	0.6	0.2	-1.2	-0.4
其他业务收入	31.2	34.8	40.1	46.2	53.2
资产处置收益	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
营业收入合计：	3543.6	3854.9	4177.5	4755.5	5292.3
营业支出：					
退保金	-126.4	-111.0	-119.9	-133.3	-147.8
赔款支出:每年按照一个比例增加	-1072.2	-1285.4	-1402.2	-1595.8	-1799.3
（-）摊回赔付支出	94.3	108.6	122.3	145.8	168.8
提取保险责任准备	-1050.8	-1227.8	-1310.5	-1471.0	-1591.1
（-）摊回保险责任准备金	3.2	14.9	12.6	12.6	12.6
提取保费准备金	-0.2	0.6	-0.2	-0.2	-0.2
保单红利支出	-112.6	-107.8	-77.9	-93.2	-90.7
分保费用	-1.2	-4.6	-2.7	-4.1	-3.4
营业税金及附加	-9.0	-8.8	-7.3	-9.2	-8.6
手续费及佣金支出	-562.5	-468.5	-496.6	-561.2	-645.4
业务及管理费用	-399.4	-454.4	-495.3	-557.7	-633.0
（-）摊回分保费用	54.4	74.2	78.3	88.1	100.0
利息支出	-29.6	-35.1	-25.1	-28.4	-36.4
其他业务支出	-38.1	-44.5	-30.8	-37.5	-45.9
计提资产减值准备	-11.0	-24.5	-26.8	-10.4	-21.3
营业支出合计：	-3261.1	-3574.2	-3782.2	-4255.5	-4741.5
营业利润：	**282.6**	**280.7**	**395.3**	**500.0**	**550.8**
（+）营业外收入：	1.0	-1.8	0.9	2.2	1.6
（-）营业外支出：	-3.5	0.8	-1.1	-2.0	-1.6
利润总额：	**280.1**	**279.7**	**395.1**	**500.2**	**550.7**
（-）所得税：	-95.7	3.9	-92.8	-135.1	-145.9
净利润：	**184.3**	**283.5**	**302.2**	**365.2**	**404.8**
（-）少数股东损益	4.2	6.1	6.6	8.0	8.9
归母净利润	**180.2**	**277.4**	**295.6**	**357.1**	**395.9**

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	中国太保（601601）：转型 2.0 仍在路上	2020-03-26
公司财报点评	中国太保（601601）：代理人红利消失后，转型阵痛仍待消化	2019-10-31
公司事件点评报告	中国太保（601601）：发行 GDR 获董事会通过，国际化再下一城	2019-09-24
公司财报点评	中国太保（601601）：转型调整不改价值本色，厚积薄发静待涅槃重生	2019-08-26
行业深度报告	非银行金融行业报告：农险深度解析——“后车险时代”的产险新风向	2020-02-13
行业深度报告	非银行金融行业报告：“资本化”和“创新力”大考在即	2019-12-31
行业深度报告	非银行金融行业报告：市场回暖带动业绩增长，结构转型扩展估值空间	2019-11-11
行业深度报告	非银行金融行业报告：以华泰证券为鉴，GDR 发行全流程投资机会剖析	2019-11-04
行业深度报告	非银行金融行业报告:科创板注册制专题报告之一——科创板助力证券行业“再起跳”	2019-10-14
行业深度报告	非银行金融行业报告：健全制度体系，全面提升证券公司经营能力	2019-09-20
行业事件点评报告	上市险企 8 月保费数据点评	2019-09-18
行业深度报告	非银行金融行业报告：多重红利叠加行业迎来发展机遇期	2019-09-12

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，五年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015 年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016 年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015 年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016 年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526